

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI

**YAPISALCI POST KEYNESYEN İÇSEL PARA ARZI YAKLAŞIMI
VE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE GEÇERLİLİĞİ: 1986–2005**

Doktora Tezi

ERKAN TOKUCU

İstanbul, 2008

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI

**YAPISALCI POST KEYNESYEN İÇSEL PARA ARZI YAKLAŞIMI
VE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE GEÇERLİLİĞİ: 1986–2005**

Doktora Tezi

ERKAN TOKUCU

Tez Danışmanı: Prof. Dr. AHMET ÇAKMAK

İstanbul, 2008

Marmara Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Tez Onay Belgesi

İKTİSAT Anabilim Dalı İKTİSAT TEORİSİ Bilim Dalı Doktora öğrencisi
ERKAN TOKUCU nın YAPISALCI POST KEYNESYEN İÇSEL PARA ARZI
YAKLAŞIMI VE TÜRKİYE EKONOMİSİNDE GEÇERLİLİĞİ:1986-2005 adlı tez çalışması
,Enstitümüz Yönetim Kurulunun 28.02.2008 tarih ve 2008-3/19 sayılı kararıyla
oluşturulan jüri tarafından oybirliği/oyçokluğu ile Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

Tez Savunma Tarihi : 28.13.2008

- 1) Tez Danışmanı : PROF. DR. AHMET ÇAKMAK
2) Jüri Üyesi : PROF. DR. SUAT OKTAR
3) Jüri Üyesi : PROF. DR. AYPAR USLU
4) Jüri Üyesi : PROF.DR.GÜLDEN ÜLGEN
5) Jüri Üyesi : PROF.DR.AHMET İNCEKARA



İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
TABLO LİSTESİ	v
ŞEKİL LİSTESİ	vii
GRAFİK LİSTESİ	viii
KISALTMALAR	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA ARZININ İÇSELLİĞİNE YÖNELİK BAZI TARTIŞMALAR VE POST KEYNESYEN İKTİSATTA PARA ARZI

1- KÜLÇECİLİK VE KÜLÇECİLİK KARŞITI GÖRÜŞLERDE PARA ARZI....	5
2- NAKİT OKULU BANKACILIK OKULU TARTIŞMASINDA PARA ARZI ..	8
3- RADCLIFFE RAPORU VE PARA ARZI.....	10
4- J. MAYNARD KEYNES VE İÇSEL PARA ARZI YAKLAŞIMI	13
4-1- J. M. Keynes'in Çalışmalarında İçsel Para Arzı Yaklaşımı	13
4-2- J. M. Keynes Ve Post Keynesyen İktisat	16
5- POST KEYNESYEN İKTİSAT VE İÇSEL PARA ARZI	18
5-1- Post Keynesyen İktisadın Metodolojisi	18
5-1-1- Parasal Üretim Ekonomisi Kavramı	19
5-1-1-1- Parasal Üretim Ekonomisi Kavramının Tanımı Ve Özellikleri	19
5-1-1-2- Parasal Üretim Ekonomisinde Anlaşmalar	21
5-1-1-3- Parasal Üretim Ekonomisinde Para	22
5-1-2- Tarihsel Zaman Anlayışı	23
5-1-2-1- Tarihsel Zamanın Tanımı	23
5-1-2-2- Tarihsel Zaman İçerisinde Para	23
5-1-3- Temel Belirsizlik	24
5-1-3-1- Temel Belirsizlik Durumları	24
5-1-3-2- Temel Belirsizlik ve Para İlişkisi	26
5-2- Post Keynesyen Tam İçsel Para Arzı Yaklaşımı	30

5-3- Neo-Post Keynesyen Okul (Parasal Döngü Okulu)	36
5-3-1- Neo-Post Keynesyenlerin Para Ve Ekonomi Hakkındaki Düşünceleri	37
5-3-2- Neo Post Keynesyenlere Göre Paranın İktisadi Sisteme Girmesi Ve Sistemden Çıkması	39

İKİNCİ BÖLÜM

YAPISALCI POST KEYNESYEN İÇSEL PARA ARZI YAKLAŞIMI

1- YAPISALCI POST KEYNESYENLER VE J.M. KEYNES	43
2- YAPISALCI İÇSEL YAKLAŞIMDA PARANIN TANIMLANMASI VE PARANIN ÖZELLİKLERİ	44
2-1- Yapısalıcı İçsel Yaklaşımında Paranın Tanımlanması	44
2-1-1- Metalist Görüş İçerisinde Para	45
2-1-2- Çartalid Görüş İçerisinde Para	46
2-1-2-1- Tarihsel Süreç İçerisinde Para	46
2-1-2-2- Victoria Chick ve Bankacılığın Gelişmesi	52
2-1-2-3- Randall Wray ve Finansal Sistemin Gelişmesi.....	55
2-1-2-4- Devlet Parası(State Money) Yaklaşımı	59
2-2- Yapısalıcı İçsel Yaklaşımında Tanımlanan Paranın Özellikleri	63
3- PARA ARZI	68
3-1- Yatırımların Finansmanı ve Para Arzı: Finansman Güdüsü	70
3-2- Bankacılık Sistemi ve Para Arzı	75
3-2-1- Bankacılık Sistemindeki Davranışların Para Arzına Etkileri...	69
3-2-2- Bankalar ve Pozitif Eğimli Para Arzı Eğrisi	80
3-2-3- Faiz Oranlarının İçselliği	85
3-3- Merkez Bankası ve Para Arzı	87
4- LİKİDİTE TERCİHİ VE İÇSEL PARA İLİŞKİSİ	93
4-1- Likidite Tercihinin Geleneksel Yorumu	93
4-2- Likidite Tercihinin Yapısalıcı Post Keynesyenlere Göre Yorumu	95

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL KÜRESELLEŞME SÜRECİ VE BU SÜRECİN TÜRKİYE'DE 1980 SONRASI DÖNEMDE PARA ARZININ İÇSELLİĞİNE ETKİLERİ

1-	FİNANSAL KÜRESELLEŞME SÜRECİ VE BU SÜRECİN PARA ARZI ÜZERİNDEKİ OLASI ETKİLERİ	99
1-1-	Finansal Küreselleşmenin Tanımı ve Finansal Küreselleşmenin Tarihsel Gelişimi	100
1-2-	Kredi ve Türev Piyasalardaki Son Gelişmeler	104
1-3-	Finansal Piyasalardaki Gelişmelerin Etkileri	108
1-3-1-	Borçlanma Olanakları Üzerindeki Etkileri.....	108
1-3-2-	Parasal Kontrol Mekanizmaları Üzerindeki Etkileri	114
2-	1980 SONRASI SÜREÇTE TÜRKİYE'DE FİNANSAL SİSTEMDE MEYDANA GELEN DEĞİŞMELER	118
2-1-	1980-1990 Dönemi	118
2-1-1-	Bankacılık Kesimindeki Değişiklikler	118
2-1-2-	Merkez Bankası Uygulamalarındaki Gelişmeler	120
2-1-3-	Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler	121
2-2-	1990-1999 Dönemi	123
2-2-1-	Uygulanan Para Politikalarının Genel Çerçevesi	123
2-2-2-	Para Programları	124
2-2-3-	Döviz Kuruna Dayalı Dezenflasyon Programı	127
2-3-	2001 Sonrası Dönem Ve Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı	127
3-	TÜRKİYE EKONOMİSİNDE 1980 SONRASI SÜRECE İLİŞKİN BAZI EKONOMİK GÖSTERGELER	130
3-1-	Genel Ekonomik Göstergeler	130
3-2-	Finansal Piyasalara İlişkin Göstergeler	136
3-3-	Bankacılık Kesimine İlişkin Göstergeler	144
3-3-1-	Bankaların Pasif Kalemlerine İlişkin Göstergeler	150
3-3-2-	Özel Bankalarda Türev Finansal Araçların Kullanımına İlişkin Göstergeler	159
3-3-3-	Bankaların Aktif Kalemlerine İlişkin Göstergeler	163

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

EKONOMETRİK UYGULAMA VE SONUÇLARI

1-	PARA ARZININ İÇSELLİĞİ	170
2-	EKONOMETRİK UYGULAMA VE SONUÇLARI	175
2-1-	Bankaların Verdikleri Kredilerle Parasal Taban Arasındaki İlişkinin Zaman Serisi Ekonometrisi Analizi	176
2-1-1-	Değişkenler İçin Durağanlık Analizi.....	176
2-1-2-	Değişkenler İçin Nedensellik Analizi	179
2-1-3-	Değişkenler İçin VAR Analizi	181
2-2-	M2 Para Çarpanı ile Bankaların Verdikleri Krediler Arasındaki İlişkinin Zaman Serisi Ekonometrisi Analizi	186
2-2-1-	Değişkenler İçin Durağanlık Analizi.....	186
2-2-2-	Değişkenler İçin Nedensellik Analizi	188
2-2-3-	Değişkenler İçin VAR Analizi.....	189
	SONUÇ	194
	EKLER	198
	Ek 1: FON AKIM MODELİ	198
	KAYNAKÇA	200

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 1 : Organize ve Tezgah Üstü Piyasalarda Türev İşlemler.....	106
Tablo 2 : Yükselen Ülkeler ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımları ve Bu Ülkelerin Borçlanmaları	109
Tablo 3 : Çeşitli Yıllarda Küresel Finansal Stoklar ve GSYİH Değerleri.....	111
Tablo 4 : Finansal Stokların Bölgesel Dağılımı	112
Tablo 5 : Türkiye Ekonomisindeki Bazı Temel Ekonomik Göstergeler.....	131
Tablo 6 : Net Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları (Milyon ABD Doları)...	134
Tablo 7 : KKBG, İç Borç Stoku, Tahvil ve Bonodaki % Değişimler	135
Tablo 8 : Özel Kesim ve Kamu Kesimi Tarafından İhraç Edilen Menkul Kıymet Stoklarının Toplam Menkul Kıymet Stokuna Oranı(%)	137
Tablo 9 : Özel Sektör Tarafından İhraç Edilen Menkul Değerlerin % Dağılımları....	138
Tablo 10 : Finansal Sistemdeki Kurumların Toplam Bilânço Büyüklükleri İçerisindeki % Dağılımları	141
Tablo 11 : Finansal Varlık Stoklarının Toplam İçindeki % Oranları	142
Tablo 12 : Bankacılık Sektörü Yurtiçi Kredilerinin Toplam Krediler İçindeki % Oranları ve Her Kredinin Yıllık % Artış Oranları.....	145
Tablo 13 : Banka Sayıları	148
Tablo 14 : Bankacılık Kesiminde Yoğunlaşma	149
Tablo 15 : Bankaların Topladıkları Mevduatlar ve Mevduat Dışı Kaynaklar	151
Tablo 16 : Bankaların Topladıkları Mevduatlardaki ve Mevduat Dışı Kaynaklardaki % Değişimler ve Oranlar	152
Tablo 17 : Mevduat Dışı Kaynak Olarak Krediler, Borçlar Ve Bunlardaki % Değişimler	154
Tablo 18 : Bankaların Mevduat Dışı Kaynak Olarak Menkul Kıymet İhraçları Ve Bu Menkul Kıymet İhraçlarının Toplam Pasife Oranı	156

Tablo 19 : 1990 Sonrası Dönemde Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonlar	158
Tablo 20 : Bankalarda Türev Finansal Araçların Kullanımı.....	160
Tablo 21 : Türev Finansal Araçlarla Gerçekleştirilen İşlemlerin Tutarı	162
Tablo 22 : Bankaların Aktif Yapısına İlişkin Bazı Rasyolar	164
Tablo 23 : Menkul Değerlerin Toplam Aktif İçerisindeki % Oranı	165
Tablo 24 : Kısa Ve Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Firmalara Ait Mali Borçlar İçinde Oranları	168
Tablo 25 : Krediler İçin Birim Kök Testi.....	177
Tablo 26 : Parasal Taban İçin Birim Kök Testi	178
Tablo 27 : Kredilerle Parasal Taban Arasındaki VAR Granger Nedensellik Testi ...	179
Tablo 28 : Kredilerle Parasal Taban Arasındaki Pairwise Granger Nedensellik Testi	180
Tablo 29 : Kredilerle Parasal Taban Arasındaki Etki Tepki Analiz Sonuçları 1	181
Tablo 30 : Kredilerle Parasal Taban Arasındaki Etki Tepki Analiz Sonuçları 2	182
Tablo 31 : Krediler ile Parasal Taban Arasındaki Varyans Ayrıştırması	184
Tablo 32 : M2 Para Çarpanı İçin Birim Kök Testi	186
Tablo 33 : Krediler İçin Birim Kök Testi	187
Tablo 34 : Kredilerle M2 Para Çarpanı Arasındaki VAR Granger Nedensellik Testi ...	188
Tablo 35 : Kredilerle M2 Para Çarpanı Arasındaki Pairwise Granger Nedensellik Testi	188
Tablo 36 : Kredilerle Para Çarpanına İlişkin Etki Tepki Analiz Sonuçları 1.....	189
Tablo 37 : Kredilerle Para Çarpanına İlişkin Etki Tepki Analiz Sonuçları 2.....	190
Tablo 38 : Kredilerle Para Çarpanına Ait Varyans Ayrıştırma Sonuçları	192

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No.
Şekil 1 : Uyumcu Post Keynesyenlere Göre Kredi Arzı Ve Kredi Talebi.....	32
Şekil 2 : Pozitif Eğimli Para Arzı Eğrisi	84

GRAFİK LİSTESİ

	Sayfa No.
Grafik 1 : Kredilerle Parasal Taban Arasındaki Etki Tepki Analiz Sonuçları.....	183
Grafik 2 : Kredilerle Parasal Taban Arasındaki Varyans Ayırıştırma Analiz Sonuçları.....	185
Grafik 3 : Kredilerle Para Çarpanı Arasındaki Etki Tepki Analiz Sonuçları.....	191
Grafik 4 : Kredilerle Para Çarpanı Arasındaki Varyans Ayırıştırma Analiz Sonuçları.....	193

KISALTMALAR

ADF	Augmented Dickey Fuller
BIS	Bank for International Settlements
BKredi	Kredilerdeki % Büyüme
BM2H	M2 para çarpanındaki % Büyüme
BParasalTaban	Parasal Tabandaki % Büyüme
BR	Borçlanılan Parasal Taban
CDO	Collatarised Debt Obligation
CDS	Credit Default Swaps
CLO	Collatarised Loan Obligation
Çev.	Çeviren
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
Edit.	Editör
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FED	Federal Reserve System
GEGP	Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
GT	Genel Teori
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	International Monetary Fund
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
MB	Merkez Bankası
NBR	Borçlanılmamış Parasal Taban
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
s.	Sayfa
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
VAR	Vector Auto - Regressive
VOB	Vadeli Opsiyon Borsası
YTL	Yeni Türk Lirası

GİRİŞ

Kullanılmaya başlanmasından günümüze kadar insanoğlunun üzerinde en çok tartıştığı konulardan birisi parasal konulardır. Yerine getirdiği fonksiyonlar kadar insanların ona atfettiği değerler de paraya tarihte çok önemli bir yer kazandırmaktadır. Hesap birimi olması, değer biriktirme aracı olması ve ödeme aracı olarak kullanılması insanoğlunun paraya olan talebinin temel nedenleri olmuştur. İnsanlar, borç ve alacak işlemlerinde ne kadar borçlu ya da ne kadar alacaklı olduklarını para sayesinde bilmektedirler. Paranın kullanılması tasarrufların daha rahat biriktirebilmesine, ödemelerin daha rahat yapabilmesine neden olmaktadır. Paranın bu fonksiyonları ne ölçüde yerine getirip getiremediği veya hangi paraların bu fonksiyonları daha iyi yerine getirebildiği, parayla ilgili sorunların ve tartışmaların merkezinde yer almaktadır.

Paraya yönelik tartışmalar, devletlerin para basma tekelini elde etmelerinden sonra artarak devam etmiştir. Devletlerin, ihtiyaçlarını kendi hükümlerine dayanarak bastıkları paralarla karşılımları ve devlete ödenecek vergilerin de devletin basmış olduğu paralarla ödenmesini istemeleri devlet - para ilişkisini önemli kılmış ve Merkez Bankalarının da kurulmasıyla birlikte devletler de para tartışmalarının içinde yoğun bir şekilde bulunmuşlardır. Devletlerin para basması, paranın temsil ettiği satın alma gücünü etkilediği için devlet-para eksenli tartışmalarda tartışma konusu piyasadaki para arzının ne kadar olması gerektiğine yönelik olmuştur.

1600'lü yıllardan itibaren kurulmaya başlayan Merkez Bankalarının zaman içerisinde para basma tekelini ele geçirmeleri ve sistemdeki para miktarlarını belirlemeye çalışmaları para arzı ile ilgili tartışmaların da başlamasına neden olmuştur. Bu konudaki tartışmalar aynı zamanda paranın nasıl tanımlanması gerektiği ile de ilgilidir. Günümüze kadar devam eden bu tartışmalarda iki ana damar olduğu söylenebilir. Birinci ana damar, yerleşik iktisadın savunduğu, mal para görüşüdür. Buna göre para, trampanın zorluklarını ortadan kaldıran mallardan biridir. Bu görüşe göre günümüzdeki kağıt para sistemi aslında mal para sistemine dayanır ve bu sistemde paranın miktarı MB'nin kontrolü altındadır. Piyasada aşırı para arzının bulunmasının nedeni hükümetlerin gelirlerini aşan harcamaları para basarak finanse etmesidir ve enflasyonun temel nedeni de aşırı para arzıdır.

İkinci ana damar ise parayı daha geniş bir çerçevede tanımlamakta ve harcama akımlarına yol açan birçok varlığı, mal para da dâhil olmak üzere, para olarak kabul etmektedir. Dolayısıyla piyasada, sadece MB'nin bastığı fiat paralar değil aynı zamanda bankalar ve diğer finansal kurumların ihraç ettikleri çeşitli varlıklar da harcama akımlarının oluşmasına neden olabilir.

Bu iki ana damar, iktisat okulları içinde farklı adlarla temsil edilmektedir. Birincisini, günümüzde yerleşik ya da ana akım iktisat olarak adlandırılan, Klasik - Neo Klasik - Monetarist - Yeni Klasik okullar teşkil etmektedir ki bu okullar arasına Yeni Keynesyenler de dâhil edilebilir. İkincisini ise Keynes'i yeniden yorumlayan Post Keynesyenler ve Kurumcu İktisat Okullar teşkil etmektedir. Bu iki ana damar ayrıca Reel Ekonomi - Parasal Ekonomi olarak da isimlendirilmektedir. Reel ekonomi görüşüne göre paranın ve parasal gelişmelerin ekonominin reel kesimi üzerinde hiçbir etkisi yoktur (money doesn't matter). Parasal ekonomi anlayışına göre ise ekonomiler özü itibariyle parasaldır ve parasal anlaşmalar olmaksızın reel üretim süreçleri başlatılamaz (money matter).

Tartışmalar günümüzde de devam etmektedir. 1980'lerden sonra birçok ekonomide yapısal değişimler yaşanmaya başlamıştır. Bilgi iletişim teknolojilerinde meydana gelen gelişmeler ve birçok ülkede liberalleşme yönünde yapılan düzenlemeler ekonomilerin yapısal olarak değişmesine neden olmuştur. Bu gelişmeler para olarak kullanılan nesnelere de değişmesine ve paranın tanımının değişmesine neden olmaktadır. Finansal piyasalarda banka dışı aracı kurumların sayısındaki artış bu kurumlar tarafından ihraç edilen bazı varlıkların paranın bazı fonksiyonlarını yerine getirmelerine neden olmuştur ki bu durum para arzının içselleşmesine neden olmuştur. Bu çerçevede sadece paranın tanımı değil, parasal kontrolü elinde bulunduran MB'nin etkinliği de tartışılır olmuştur. Kısaca son yirmi yılda hem para olarak kullanılan nesnelere sayısı artmış hem de Merkez Bankalarının politika etkinliği azalmıştır.

Çalışmada, yukarıda değinilen konular çerçevesinde Türkiye'de 1980 sonrasında yaşanan finansal gelişmelerin para arzını içselleştirip içselleştirmediği incelenmiştir. Bu inceleme, Yapısalcı Post Keynesyen İktisat çerçevesinde içsel para arzı ile ilgili olarak ileri sürülen görüşler çerçevesinde yapılmıştır. Çünkü Yapısalcı Post

Keynesyen İktisatçılar para arzının, ekonominin içsel mekanizmaları tarafından belirlendiğini ileri sürmekte ve ekonomide yaşanan yapısal gelişmelerin para arzının içselliğini artırdığını ileri sürmektedirler. Ayrıca Yapısal Post Keynesyen İktisatçılara göre, her ne kadar MB'nin para arzı üzerindeki kontrol gücü azalsa da tamamen ortadan kalkmamıştır ve Merkez Bankalarının yürüttükleri para politikalarının para arzı üzerinde etkisi vardır. Ekonomideki para arzı miktarı hem Merkez Bankası hem de ticari bankalar ve banka dışı finansal araçların alacakları kararlara bağlı olarak belirlenecektir. Bundan dolayı para arzı eğrisi pozitif eğimlidir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde öncelikle, para arzının içselliğine yönelik olarak yapılan tartışmalar hakkında bilgi verilmiştir. Bu çerçevede külçecilik ve külçecilik karşıtı görüşlerde, Nakit Okulu Bankacılık Okulu tartışmasında ve Radcliffe Raporu'nda para arzı konularının nasıl ele alındığı ve içsel para arzı konularına nasıl değinildiği gibi konular hakkında bilgiler verilmiştir. Daha sonra yine ilk bölüm içinde olmak üzere, Post Keynesyenlere de öncülük eden J. M. Keynes'in para arzının içselliği hakkındaki görüşleri ve Keynes'le Post Keynesyenler arasındaki bağlantılara değinilmiştir. İlk bölümde ayrıca Post Keynesyen İktisat'ın metodolojisi ve Post Keynesyenlerin kendi aralarında para arzının içselliği konusunda hangi noktalarda görüş ayrılıkları yaşadıklarına dair açıklamalar yapılmıştır. Kısaca ilk bölüm, para arzının içselliğine yönelik önceki çalışmalar hakkındaki bilgileri ve Post Keynesyen İktisat hakkında genel bilgileri içermektedir.

İkinci bölümde, tezin de konusunu oluşturan, Yapısal Post Keynesyen İktisat anlatılmıştır. Bu çerçevede, Yapısal Post Keynesyen İktisat içerisinde paranın nasıl tanımlandığı, tarihsel süreç içerisinde paranın ne tür değişiklikler geçirdiği ve finansal piyasalardaki yapısal gelişmelere ilişkin Yapısal Post Keynesyenlerin görüşleri anlatılmıştır. Daha sonra para arzının hangi nedenlerden dolayı arttığı hakkında Yapısal Post Keynesyenler'in ileri sürdüğü görüşlere yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde, öncelikle finansal küreselleşmenin tarihsel gelişim süreci hakkında kısa bilgiler verilmiş daha sonra son yıllarda özellikle borçlanma imkânlarını artıran gelişmelere değinilmiştir. Finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler ve borçlanma imkânlarının artmasının Merkez Bankalarının politika etkinliklerini nasıl

etkileyebileceği konusunda yine bu bölümde değinilen konulardır. Üçüncü bölümde ayrıca Türkiye ekonomisinde 1980 sonrası süreçte finansal piyasalarda meydana gelen değışimler araştırılmıştır. Bu araştırmanın nedeni finansal piyasalarda yapısal gelişmelerin olup olmadığını ve olmuşsa bunun para arzının içselliğini nasıl etkileyebileceğini ortaya çıkarmaktır. Bunun için de Türkiye ekonomisinde 1980 sonrası süreçte finansal küreselleşme için yapılan düzenlemeler ve bu süreçte uygulanan para politikaları incelenmiştir. Ayrıca özel kesim tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin toplam menkul stokları içindeki oranları da incelenerek firmaların finansman tercihlerinde banka kredileri dışında başka araçlara başvurmuş olup olmadıkları da araştırılmıştır.

Son olarak dördüncü bölümde, üçüncü bölümden elde edilen sonuçlara bağlı olarak Türkiye’de para arzının içselliği, bankaların özel sektöre verdiği kredilerle parasal taban arasındaki nedensellik ilişkisi bağlamında araştırılmıştır. Belirtilen değışkenler arasındaki nedensellik ilişkileri, Zaman Serisi Ekonometrisi içinde yer alan Granger Nedensellik Testleri kullanılarak incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA ARZININ İÇSELLİĞİNE YÖNELİK BAZI TARTIŞMALAR VE POST KEYNESYEN İKTİSATTA PARA ARZI

1- KÜLÇECİLİK VE KÜLÇECİLİK KARŞITI GÖRÜŞLERDE PARA ARZI

İşsel para arzı ile ilgili görüşler ve tartışmalar, İngiltere ile Fransa arasındaki Napolyon Savaşları'na kadar geri götürülebilir. İngiltere'de, MB'nin kağıt paraların sabit bir fiyat üzerinden altına konvertibilitesini kaldırması bu konulardaki tartışmaları başlatan temel neden olmuştur. Kağıt paraların altına konvertibilitesinin kaldırılmasından sonra enflasyonda artışlar gözlenmiş ve enflasyona neyin sebep olacağı yönünde çeşitli kesimlerden gelen görüşler sonucu külçecilik ve külçecilik karşıtı görüş akımları başlamıştır(Humphrey, 1988, s.3). Bu tartışmalar daha sonraki yıllarda Nakit Okulu-Bankacılık Okulu tartışmasına da öncü olacaktır.

İngiltere'de MB'nin altınla kağıt para arasındaki konvertibiliteyi kaldırarak kağıt para standardına geçmesinin nedeni İngiltere'deki bankaların nakit ödemelerinden kaçınarak ellerindeki nakitle altın satın almalarıydı. Bankaların stok altın bulundurmaları İngiltere'nin uluslararası altın standardını da işlemez hale getirmişti. Çünkü o dönemde yurt içerisinde uygun fiyatlarla da olsa altın satın almak oldukça zordu(Officer, 2000, s.198). Altın standardının işlemez hale gelmesi ve savaşın neden olduğu spekülasyonlardan dolayı kağıt paralar ile altın arasındaki konvertibilitenin kaldırıldığı dönem, 1797–1820 yılları arasını kapsayan dönem kısıtlama dönemi olarak isimlendirilmektedir. Konvertibilitenin kaldırılmasının ardından poundun değeri, birkaç gün sonra da İrlanda parasının değeri diğer paralar karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır(Grada, 1993, s.148).

Külçeciler, enflasyona sebep olarak MB'nin aşırı kağıt para ihracını görmektedir. Onlara göre kağıt paranın aşırı ihraç edilmesi poundun değer yitirmesine ve enflasyona sebep olmuştur. Çünkü aşırı kağıt para ihracı harcama akımlarını hızlandırmış artan harcamalar da yurt içi fiyat düzeyini yükseltmiştir. Buradaki kağıt

paranın özelliği altına konvertibilitesinin olmamasıdır(Humphrey, 1988, s.4). Burada görüldüğü üzere külçeciler para arzının dışsal olduğunu ileri sürmektedir. Çözüm önerileri de para arzının dışsallığı üzerine kuruludur: günümüz terminolojisi ile ifade edilirse, Merkez Bankası baz parayı kontrol ederek para arzının kontrolünü sağlayabilir.

Bu bağlamda külçecilerin ortaya koydukları nedensellik ilişkisi şu şekildedir(Officer, 2000, s.198):

BN→ MS→ PL→ ER

BN: İngiltere MB'nin dolaşımdaki banknotları

MS: Para Arzı: M1

PL: Fiyat Düzeyi

ER: Döviz Kuru (poundun yabancı para cinsinden fiyatı).

Görüldüğü üzere enflasyonda ve döviz kurunda meydana gelen değişmelerin temel nedeni MB'nin piyasaya sürdüğü aşırı kağıt paradır. Piyasada Merkez Bankası'na ait kağıt para miktarı arttıkça M1 para arzı artmakta, para arzında meydana gelen artışlar da fiyat düzeyini ve döviz kurunu etkilemektedir.

Külçeciliğe karşı olanların nedensellik ilişkisi ise şu şekildedir(Officer, 2000, s.200):

HR→PW→PL→BN

HR: Hasat Durumu

PW: Hububat Fiyatları

PL: Fiyat Düzeyi

BN: Dolaşımdaki Merkez Bankası parası

Külçecilik karşıtı görüşe göre ise enflasyonun ve para arzı artışlarının nedeni hasat dönemi ve buna bağlı olarak hububat fiyatlarıdır. Yani para arzı miktarı, üretim (GSMH olarak da yorumlanabilir) koşullarına bağlı olarak gerçekleşmiştir. Fiyatların artmasına etki eden diğer nedenler de o dönemde Fransa ile yapılan Napolyon savaşlarıdır. Savaşın neden olduğu askeri harcamalardaki artışlar hem yurt içi ticarete hem de ödemeler bilançosuna etki etmiştir. Bundan dolayı da fiyat düzeyi artmış ve döviz kurları dalgalanmıştır. Külçeciler kendi aralarında para arzının kısa dönem ve uzun dönem etkileri açısından ayrılmıştır. David Ricardo'nun öncülük ettiği bir grup aşırı kağıt para ihracının hem kısa hem de uzun dönemde enflasyonist etkiler doğurduğunu ileri sürerken, Henry Thornton, Thomas Malthus gibi iktisatçıların içinde bulunduğu diğer bir grup da kısa dönemde enflasyon üzerinde başka unsurların da etkili olacağını ancak uzun dönemde aşırı kağıt para ihracının enflasyonist etkiler meydana getireceğini ileri sürmüştür. Kısa dönemde parasal şoklar kadar reel şoklar da enflasyona neden olabilir. Uzun dönemde reel şoklar ortadan kalkarken parasal şoklar kalmaya devam ettiği için enflasyon da var olmaya devam edecektir(Humphrey, 1988, s.4).

Reel Senetler Kuramı külçecilik karşıtlarının, piyasadaki aşırı para arzının imkânsızlığını göstermek için başvurdukları bir kuramdır. Kuram, isim olarak Adam Smith'e atfedilmektedir. Adam Smith, Milletlerin Zenginliği adlı kitabında bankacılıkla ilgili açıklamalar yaparken bankaların vermeleri gereken kredi miktarının piyasadaki reel senetlere dayanması gerektiğini ileri sürmüştür. Senet, gerçek bir alacaklı tarafından gerçek bir borçlu üzerine çekilir ve vadesi geldiğinde borçlu tarafından alacaklısına ödemede bulunulur. Banka kredi faaliyetlerini reel senetlere dayandırdığında piyasa da düzenlenmiş olacaktır. Çünkü sistem içerisinde mübadele araçlarının çoğunluğu kredi faaliyetleri neticesinde ortaya çıkan nominal yükümlülüklerden oluşmaktadır. Krediler malların üretimine ve dağıtımına yönelik olarak verildiğinde sistem kendiliğinden düzene girmiş olacaktır(Smithin, 1994, s.56-57). Dolayısıyla MB'nin müdahalesine gerek yoktur.

2- NAKİT OKULU BANKACILIK OKULU TARTIŞMASINDA PARA ARZI

Külçecilerle, külçecilik karşıtı görüşte olanlar arasındaki tartışmalar yaklaşık on yıl sonra, 1797'den itibaren kaldırılmış olan altınla kağıt paralar arasındaki konvertibilitenin 1819'daki Banka Kanunu ile tekrar yürürlüğe girmesi ve 1821'de uygulanmaya başlanması(Skaggs, 1999, s.364) ile birlikte, tekrar başlamış ve tartışma bu kez Nakit Okulu -Bankacılık Okulu Tartışması olarak devam etmiştir. Nakit Okulu külçecilerin, Bankacılık Okulu da külçeciliğe karşı olanların devamı olmuşlardır. Nakit Okulu Lord Overstone, Robert Torrens ve George Warde Norman tarafından, Bankacılık Okulu da Thomas Tooke, John Fullarton ve John Stuart Mill tarafından temsil edilmektedir(Wray, 1990, s.100 ve 104).

Önceki tartışma, altına konvertibilitesi olmayan kağıt paralar üzerine iken yeni tartışma altına konvertibilitesi olan kağıt paralar üzerinedir. Tartışmanın temel noktası ise şudur: kağıt paraların altına konvertibilitesi devam ediyor iken aynı zamanda altın rezervleri nasıl korunabilir?(Humphrey, 1988, s.6).

Çözüm önerisi olarak Nakit Okulu'nun ileri sürdüğü görüşe göre yaşanan enflasyonist sürecin temel nedeni tedavülde altınla birlikte bulunan kağıt paraların bankalar tarafından aşırı ihraç edilmesi idi. İhtiyacın üzerinde kağıt para ihraç edildiği için toplam talep artmış ve bu da enflasyonu körüklemiştir. Enflasyonun artması ise ülkeden altın çıkışına neden olmuştur. Nakit Okulu taraftarlarına göre yaşanan enflasyonist sürecin bir diğer nedeni İngiltere Bankası'nın almış olduğu önlemlerin yetersiz olması ve bankanın önlem almada gecikmiş olmasıdır. Nakit Okulu taraftarlarının önerdiği çözüm önerisi, banknot ihraç yetkisinin yerel bankalardan alınarak tek bir elde toplanması ve İngiltere MB'nin İhraç Bölümü ve Bankacılık Bölümü olarak ikiye ayrılması şeklinde olmuştur. İhraç bölümü piyasaya sadece altın karşılığında kağıt para çıkarmalı, bankacılık bölümü ise ticari hayatın gerektirdiği kriterlere göre piyasaya kredi vermelidir(Daugherty, 1992, s.142-46).

Daugherty'e göre, Nakit Okulu taraftarları piyasadaki kağıt para ihracının Merkez Bankası'na bırakılması ile birlikte sorunların çözüleceğine inandılar ancak

bankacılık sistemini mevduatlar bağlamında ihmal ettiler. Oysaki bankacılık sistemi mevduatlar aracılığıyla piyasadaki para arzına katkıda bulunmakta ve MB'nin para üzerindeki kontrolünü azaltmaktadır(Daugherty, 1992, s.147). Bu gerçekten hareket eden Bankacılık Okulu taraftarları piyasadaki para arzının, piyasanın kendi içsel mekanizmaları tarafından belirlendiğini ve ihraç yetkisinin İngiltere Merkez Bankası'na bırakılmasının çözüm olmayacağını ileri sürdüler. Bankacılık Okulu taraftarları külçeciliğe karşı olanların geliştirdikleri Reel Senetler Kuramı'nı ve Reflux Yasası'nı, konvertibl kağıt para sistemine uygulayarak görüşlerini sağlamlaştırmaya çalıştılar. Reel Senetler Kuramı'na göre para arzı talep üzerine yani gerçek ticari senetler karşılığında piyasaya sürülecektir. Reflux Yasası'na göre de piyasadaki aşırı para arzı hem altına (sikke-coin) dönüştürülmek hem de bankacılık sektörüne olan kredi borçlarının geri ödenmesi amacıyla tekrar bankacılık sistemine geri döneceği için piyasada aşırı para arzı olmayacaktır. Hem Reel Senetler Kuramı'nda hem de Reflux Yasası'nda para arzı, fiyatlar ve iktisadî faaliyetler arasındaki nedensellik ilişkisi, iktisadî faaliyetlerden ve fiyatlardan para arzına doğrudur(Humphrey, 1988, s.6).

İki okulun görüş ayrılığı içinde olmalarının temel nedeni aslında yapmış oldukları para tanımları arasındaki farklılıklardır. Bankacılık Okulu'nun para tanımı daha geniştir ve krediler de para tanımına dahil edilmektedir(Skaggs, 1999, s.366). Bankacılık Okulu taraftarlarına göre, İngiltere Bankası tarafından ihraç edilen paralar piyasadaki toplam para miktarının ancak bir bölümüne karşılık gelmektedir ve bir banka ancak kendi ihraç ettiği para üzerinde kontrole sahiptir, piyasadaki diğer paralar üzerinde kontrolü yoktur(Daugherty, 1992, s.149). Dolayısıyla İngiltere Bankası ancak kendi ihraç ettiği banknotlar üzerinde kontrol gücüne sahiptir. İngiltere Bankası'nın ihraç ettiği banknotlar dışında piyasada para olarak işlev gören çek ve senetler piyasadaki diğer aktörlerin tercihlerine bağlı olarak piyasaya girer ve çıkarlar. Çek ve senetler genel talep üzerine piyasaya girip çıktığı için aşırı para arzı gibi bir soruna da neden olmazlar ve fiyatlar genel seviyesinin artmasının temel nedeni bundan dolayı piyasadaki para talebi değil insanların elde ettikleri gelir düzeyidir(Daugherty, 1992, s.150). Nakit Okulu taraftarlarına göre senetlerin de fiyatlar üzerinde etkisi olmasına rağmen senet miktarı da piyasada MB'nin kontrolünde bulunan paralara bağlıdır(Skaggs, 1999, s.365).

Wray, yukarıdaki iki görüş arasındaki tartışmaları günümüze taşıyarak Nakit Okulu ile Monetaristler, Bankacılık Okulu ile de Keynesyenler özellikle de Post Keynesyenler arasında yakınlık olduğunu ileri sürmektedir. Bankacılık Okulu da aynen içsel para arzı yaklaşımında olduğu gibi, harcamaların finansmanında kredi kullanımının önemine vurgu yapmakta ve sıkı para politikalarının piyasadaki para arzını kısacağı ve azalan para arzının da fiyatlar genel düzeyini düşüreceği şeklindeki görüşü reddetmektedir. Sıkı para politikası sadece dolaylı olarak faiz oranlarını etkileyecek ve kredi piyasalarının bozulmasına neden olacaktır(Wray, 1990, s.109-110).

3-RADCLIFFE RAPORU VE PARA ARZI

Radcliffe Raporu, 1959 yılında İngiltere’de parasal sistemin işleyişine ilişkin olarak bu işle görevlendirilmiş komite tarafından hazırlanmış bir rapordur. Yöneticilerin temel kaygısı savaş sonrası dönemde piyasada oluşan aşırı likiditenin harcamalarda bir aşırılığa yol açıp açmayacağı ve eğer harcamalarda artış olursa bu artışın yürütülecek para politikalarıyla engellenip engellenemeyeceği idi(Wray, 1990, s.131). Komite bu çerçevede o günlerde uygulanan para politikaları ile reel ekonomi arasındaki ilişkileri uygulanan politikalarının etkinliği çerçevesinde incelemiş ve çeşitli sonuçlara ulaşmıştır(Rousseas, 1998, s.86).

Bu raporun para arzının içselliği ile ilgili olarak önemli bir aşama olduğu kabul edilmektedir. Çünkü raporu hazırlayanlara göre o dönemde uygulanan para politikalarının yanlışlığının nedeni politikaların büyük ölçüde para arzının dışsallığı üzerine inşa edilmiş olmasıdır. Buna göre uygulanan politikalar sadece MB’nin kontrolündeki para arzı üzerinden yürütülmüş ancak sistemdeki finansal kurumlara ve finansal yeniliklere dikkat edilmemiştir. Oysa ekonominin genel durumu üzerinde durulurken sadece MB’nin kontrolündeki bir takım parasal büyüklüklere bakılmamalı aynı zamanda genel likidite koşulları da incelenmelidir. Radcliffe Raporu’nun getirmiş olduğu önemli açıklamalar “Genel Likidite Tezi” (Rousseas, 1998, s.87) olarak da isimlendirilmektedir.

1950’li yıllarda İngiltere’de hükümet bankalardan ekonomiye sundukları kredi hacmini daraltmalarını istemiştir. Hükümet iki temel bakış açısına dayanarak bankalardan böyle bir talepte bulunmuştur: Bir taraftan kredileri kısarak makro ekonomik düzeyde ekonomideki para arzını kısmak; diğer taraftan kaynak dağılımını etkileyerek ekonomi için en uygun kaynak dağılımını mikro düzeyde sağlamak. İngiltere’de hükümetin savaş sonrası dönemde böyle bir yola başvurmak istemesinin nedeni ödemeler bilançosundan kaynaklanan sorunların yurt içindeki enflasyonist baskı ile birlikte ekonomi için en büyük tehlike olarak görülmesiydi. Dolayısıyla hükümet böyle bir sorunla baş edebilmek için ekonomide daha aktif rol alarak müdahalelerde bulunmaya başlamış ve ilk olarak bankalardan yukarıda belirtilen isteklerde bulunarak kısa vadeli nominal faiz oranlarını artırmıştır. Amaç toplam harcama akımlarını kısıtlamaktır(Ross, 1992, s.199-200).

Ancak piyasalardaki harcama akımlarının azaltılması için para arzının kısılması ve faiz oranlarının yükseltilmesi yeterli değildir. Çünkü para arzı kısıldığında paranın dolanım hızı artmakta ve harcamalar artmaya devam etmektedir. Komiteye göre paranın dolanım hızını sınırlandıracak herhangi bir bulgu yoktur ve paranın dolanım hızı sadece istatistiksel bir kavramdır. Piyasalardaki talebi etkileyen nedenler hakkında hiçbir bilgi vermez. Dolayısıyla ekonominin genel likidite düzeyine bakılması gerekir(Rousseas, 1998, s.88).

Komiteye göre sıkı para politikaları harcama akımlarını engelleyememekte ancak yüksek faizler yatırımların ve teknolojik yeniliklerin engellenmesine neden olmaktadır(Wray, 1990, s.131). Ayrıca hükümet bankalardan belirli sektörler için verdikleri kredileri kısmaları ve hükümetin belirlediği diğer sektörler için verdikleri kredileri artırmalarını istemektedir ancak bunun politik olarak uygulanabilirliği oldukça zordur(Ross, 1992, s.201). Harcama ve talep akımlarını kısmak için nominal faiz oranlarını yükseltmek de yeterli değildir. Çünkü talep öncelikle ekonominin genel likiditesine, genel likidite ise ekonomide özel sektörün elinde bulundurduğu finansal varlıkların piyasa fiyatlarıyla ölçülmüş miktarına bağlıdır. Bu çerçevede ek finansal varlıkların ihraç edilmesi toplam talebin de artacağı anlamına gelir. Çünkü finansal

varlıkları ihraç edenlerin amacı mal ve hizmetlere yönelik talep oluşturmaktır(Jasay, 1960, s.170-171).

Gaskin'e(1960, s.274) göre bu raporun önemli bir özelliği finansal sistemi ödeme aracı stoku sağlayan basit bir kurumlar sistemi olarak değil de fon akımlarını düzenleyen piyasalar ve kurumlar kompleksi olarak görmesi ve o konulara dikkat çekmesidir. Bu bağlamda raporda ekonomi içerisindeki kredilerin oynadığı rollere de vurgu yapılmıştır. Kredi sadece banka kredisi olarak değil, bir bireye kendi kaynakları üzerinde daha fazla kontrol sağlayacak koşullar olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla sadece para arzını ele almak likiditeyi dar anlamıyla ele almak demektir. Otoritelerin yaptığı yanlış da budur. Rapor, genel likiditeyi şu şekilde açıklamaktadır(Radcliffe Raporu, Aktaran: Gaskin, 1960, s.275):

“Para arzını önemsiz olarak görmemekteyiz, ancak parayı ekonominin daha geniş genel likidite yapısının bir parçası olarak görmekteyiz. Harcama kararlarıyla ilişkili olan ekonominin bu genel likiditesidir. Para arzı ile ilgimiz ekonomideki genel likidite resmi içerisindeki öneminden dolayıdır. Harcama kararı veren bir kişinin nakde veya bankada parası bulunmasına gerek yoktur. Var olan bir varlığın satışı veya borçlanmak da harcama akımlarının gerçekleştirilmesini sağlayacaktır. Aynı zamanda bir ürünün gelecekteki satışından beklenen nakit akımları da harcama akımlarının yapılmasını sağlayacaktır. Bu genel çerçevede içerisinde paranın artırılabilmesi bir taraftan harcamada bulunacak kişinin varlık yapısına ve borçlanabilme gücüne bağlı iken diğer taraftan finansal kurumların kaynaklarına ve metotlarına ve diğer firmaların harcama yapacak kişileri finanse etme konusundaki hazırlıklarına bağlı olacaktır”.

Raporda yer alan bu cümleler harcama akımlarını kısımaya çalışan hükümetin neden yetersiz kaldığını ortaya koymaktadır. Hükümet bir anlamda miktar teorisini benimsemiş gibi görünmektedir ki piyasadaki para arzını kısarsa veya bankalardan kredi koşullarını zorlaştırmasını isterse harcamaların azalacağını ve enflasyonun düşeceğini beklemektedir. Ancak para arzının ve banka kredilerinin de içinde yer aldığı genel

likidite koşulları harcamalar üzerinde daha belirleyicidir. Genel likidite üzerine hükümetin yapabileceği çok fazla şey de yoktur.

Rapor'un Post Keynesyen İktisatçılar tarafından referans alınmasının nedenlerinden birisi de Klasik Miktar Teorisi'nde ileri sürülen görüşleri büyük ölçüde reddetmesidir. Klasik Miktar Teorisi, para miktarıyla fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişkinin para miktarından fiyatlar genel düzeyine doğru olduğunu ifade etmektedir. Ancak Radcliffe Raporu'nu hazırlayanlar, yaptıkları incelemelerde para arzıyla fiyatlar genel düzeyi arasında böyle bir nedensellik ilişkisini destekleyecek bulguyu elde etmediklerini ve Miktar Teorisi'nin pratikte işlemediğini ileri sürmüşlerdir(Morgan, 1970, s.10-11). Post Keynesyenlerin çoğu da bu görüşü paylaşmaktadır.

4- J. MAYNARD KEYNES VE İÇSEL PARA ARZI YAKLAŞIMI

4-1- J.M. Keynes'in Çalışmalarında İçsel Para Arzı Yaklaşımı

Keynes, önceleri Neo Klasik çizgide iken daha sonra Neo Klasik çizgiden ayrılmış ve paranın ekonomi içerisindeki önemini vurgulamıştır. Ballard'a (1995, s.326) göre Keynes'in fikri dönüşümü üç aşamada gerçekleşmiştir. İlk aşamada paranın kısa dönemde nötr olmadığını fark etmiştir. İkinci aşamada, ekonomide uzun dönemde üretim kapasitesinin kısa dönemdeki sermaye üretimine büyük oranda bağlı olduğunu görmüştür. Kısa dönemdeki sermaye üretimi de kredi elde edebilme imkânlarına bağlıdır. Dolayısıyla para, uzun dönemde de reel etkilere sahiptir yani uzun dönemde de para nötr değildir. Üçüncü aşamada Keynes, girişimci sınıfın beklentileri üzerinde durarak, girişimci sınıfın geleceğe yönelik beklentileri ve gelecekteki talep akımlarını sezebilme kapasitelerinin girişimci sınıfın sermaye yatırımlarında bulunmasına neden olacağını ileri sürmüştür.

Keynes'in döneminde hatta Keynes'ten önce yapılan çalışmalarda paranın ekonomi içerisinde oynadığı roller hakkında bir takım çalışmalar yapılmıştır. Kregel'in bildirdiğine göre Hayek, Pigou, Schumpeter, Fischer ve diğer bazı iktisatçılar para ile iktisadî döngüler arasında var olan ilişkiler hakkında çalışmalar yapmıştır. Ancak

Keynes tarafından para ve paranın ekonomi içerisinde oynadığı roller hakkında yapılan çalışmaları bu çalışmalardan ayıran özellik, bu çalışmaların Klasik Miktar Teorisi'ne dayanıyor olmasıdır. Oysa Keynes 1930 yılında kaleme aldığı *Treatise* adlı eserinde miktar teorisini açıkça reddetmiş ve parasal üretim ekonomisi kavramını benimsemiştir. Keynes'in, Klasik Teori'yi reddetmesinde ve yeni bir teorik model geliştirmesinde Klasik Değer Teorisi'ni eleştiren ve değer teorisine yeni katkılar yapmak isteyen Cambridge'deki bir grup iktisatçının çalışmaları etkili olmuştur. Kahn, Joan ve Austin Robinson adlı iktisatçılar Sraffa tarafından klasik iktisada yöneltilen eleştirileri genişletmişler ve Mükemmel Olmayan Rekabet Devrimi (ya da Eksik Rekabet Devrimi- Imperfect Competition Revolution- de denilebilecek) denilen görüşleri geliştirmişlerdir. Cambridge'de geliştirilen bu görüşler Genel Teori'de(GT) ileri sürülen görüşlerin temel taşlarıdır denilebilir* (Kregel, 1987, s.99).

Keynes'in çalışmalarında** para arzının içselliği konusunda tam bir birlik ve devamlılığın olmadığı ileri sürülmektedir. Keynes'in bu durumu Post Keynesyen İktisatın kendi içinde ayrılmasına neden olmuştur. Wray'a göre aslında Keynes, para arzının içsel olarak yaratıldığını ve bankaların para arzının yaratılması sürecinde önemli rol oynadığını GT'yi yazmadan önce de biliyordu. 1923 yılında kaleme aldığı *A Tract on Monetary Reform* adlı çalışmasında para arzının, bankacılık sisteminin kredi verme koşullarına bağlı olarak artacağını ileri sürmüştü: “eğer bankalar nakit karşılığı özel kesimin borçlarını satın almayı kabul ederse para arzı artacaktır. Bankaların faiz ve kredi politikalarının yanı sıra para arzı; ticaretin ve istihdamın durumuna ve Hazine'nin borçlanma politikasına bağlı olarak belirlenecektir” (Tract, s.153; Keynes'ten aktaran Wray, 2006, s.2).

Likidite Tercihi Teorisi, Keynes'in para çalışmalarında önemli bir yer tutmaktadır. Bu teori, ilgili bölümde de değinileceği üzere, dar anlamıyla bir para talebi teorisidir. Teori bu anlamıyla insanların üç nedenden dolayı, işlem-ihtiyat-spekülasyon,

* Bu makalede Keynes'in düşüncelerinin gelişmesine katkıda bulunan iktisatçıların görüşleri hakkında ayrıntılı bilgiler yer almaktadır. Örneğin Kahn'ın kısa dönem analizi, Sraffa'nın mal faiz oranı (commodity rate of interest), Hawtrey'in para ile efektif talep arasındaki ilişki hakkındaki düşünceleri bu makalede yer almaktadır.

** 1923: *A Tract on Monetary Reform*, 1930: *A Treatise on Money*, 1936: *Genel Teori*, ve 1937:*Economic Journal*'da ele alınan yazılar.

para talep edeceklerini söyler ve bu para talebiyle sabit para arzının kesişmesi neticesinde de faiz oranları belirlenir.

Ancak Keynes'in takipçilerinden olan Parasal Döngüselciler, likidite tercihinin bu şekilde yorumlanmasını kabul etmemekte, Tam İçselci Post Keynesyenler ise likidite tercihinin hiçbir yorumunu kabul etmemektedir. Tam İçselci Post Keynesyenlere göre likidite tercihi bir stok para talebidir ve içsel para arzı görüşüyle uyuzmaz. Parasal Döngüselciler ise likidite tercihinin, tasarrufların kullanımı konusunu işlerken kullanırlar yoksa gelirin tüketim ve tasarruf arasındaki ilişkisi bağlamında değil. Ancak Yapısalcı Post Keynesyenler, likidite tercihinin daha geniş bir yorumunun olduğunu ve bu yorumuyla içsel para arzı yaklaşımıyla uyuzduğunu ileri sürerek Keynes'i bu konuda takip ederler*.

Yapısalcı Post Keynesyenler, likidite tercihi konusunda, Keynes'in GT'de ele aldığı *Paranın Ve Faizin Özellikleri* kısmında ileri sürdüğü görüşlerinden de büyük ölçüde faydalanmaktadır. Burada Keynes faiz konusunu işlerken sermaye malları da dâhil olmak üzere her bir varlığın kendine ait bir faiz oranı (buğday faiz oranı, bakır faiz oranı, ev faiz oranı ve hatta çelik fabrikası faiz oranı) olduğunu ve faizin parayı diğer varlıklardan ayıran özellik olmadığını vurgulamıştır. Parayı diğer varlıklardan ayıran özellik paranın sahip olduğu yüksek likiditedir. Likidite diğer varlıklarda da vardır ama likiditesi en yüksek varlık paradır. Faiz oranı gelecekte teslim edilecek bir para toplamının yüzdelik fazlasından daha fazla bir şey değildir(Keynes, 1969, s.203-204).

Keynes belirsizlik, beklentiler ve likidite tercihinin birbirlerine bağlı olarak ele almıştır yani bu üçü birbirinden ayrı olarak düşünülmemiştir: belirsizlik koşulları altında şekillenen beklentiler likidite tercihinin derecesini belirler. Eğer iktisadî karar birimlerinin geleceğe yönelik beklentileri iyi ise likidite tercihleri düşük olacaktır, geleceğe yönelik beklentiler kötümser ise likidite tercihleri de yüksek olacaktır. Likidite tercihinde görülecek artış ve azalışlar da faiz oranlarını etkileyecektir. Keynes'e göre tek bir likidite tercihi de yoktur. Likidite tercihi zaman içinde değişebilir ve likidite tercihi büyük oranda toplumsal kurumlara bağlı olarak belirlenir(Keynes, 1969, s.240).

* Yapısalcı Post Keynesyenlerin likidite tercihi ile ilgili yorumları 2. bölümde ayrıntılı olarak verilmiştir.

Belirsizlik-para ilişkisi Keynes için önemlidir. Para sadece iktisadî mekanizmadaki çarkların yağdı değil aynı zamanda belirsizliğe karşı kendisine güvenilen bir varlıktır da. Belirsizlik durumlarında elde tutulan para stokları bir güvence sağlamaktadır. Belirsizlikle paranın yakın ilişkisine rağmen, belirsizlik paranın var olma nedeni de değildir. Belirsizlik olmasa da para var olacaktır(Wray, 2006, s.11).

4-2- J. M. Keynes Ve Post Keynesyen İktisat

Post Keynesyen İktisat 1960'ların sonu ve 1970'lerin başında hem İngiltere'de hem de ABD'de gelişen bir ekoldür. Nicholas Kaldor ve Richard Kahn İngiltere'deki, Paul Davidson, Hyman Minsky, Basil Moore, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki öncü Post Keynesyenlerdir. Örneğin bu iktisatçılardan Kaldor İngiltere'de, Minsky ABD'de para arzının içsel olduğunu gösteren teorik modeller geliştirmeye başlamışlardır(Niggle, 1991, s.140). Çakmak'a göre Keynes'in takipçileri içinde Keynes'i en doğru şekilde tanımlayanlar Post Keynesyenlerdir. Çakmak, bunu üç ana nedene bağlamaktadır(1997, s.24):

- Post Keynesyen İktisat Okulu'nun temelini atan iktisatçılar Keynes'in en yakın çalışma arkadaşlarıdır. Keynes birçok çalışmasını bu arkadaş grubuyla yapmıştır. Keynes'in bu yakın çalışma arkadaşları Circle olarak adlandırılmaktadır. Post Keynesyen iktisatçıların öncüleri bu gruptan çıkmıştır.
- Bu iktisatçılar, Post Keynesyen İktisat'ın temellerini atarken Keynes'in çalışmalarından çok sayıda alıntı yapmışlardır. Ve yaptıkları alıntılarla ikna edici şekilde Keynes'le kendi aralarındaki düşünce paralelliğini gösterebilmişlerdir. Keynes üzerine en yetkili otorite onlardır.
- Keynes'in takipçisi olduklarını ileri süren Yeni Keynesyen ve Neo Keynesyen gibi bazı iktisat okullarını temsil edenlerin ya Keynes'i çok az okudukları ya da hiç okumadıkları anlaşılmaktadır.

Post Keynesyenler, yerleşik iktisada karşı eleştireldirler. Ve bu eleştiriler, Lavoie'nin tabiriyle, dışarıdan yapılmış eleştirilerdir çünkü yerleşik iktisadın genel denge yaklaşımı başta olmak üzere hemen hemen bütün teorik varsayımlarını reddedilmektedirler(Lavoie, 1984, s.771-772).

1970'li yıllarda Keynes tarafından yapılan çalışmaların bir araya getirilerek yayımlanması Post Keynesyenler için oldukça faydalı olmuş ve 1980'lerden sonra geliştirdikleri analizlerin daha sofistike olmasını sağlamıştır. Carvalho, Keynes'in çalışmalarının bir araya getirilmesinden önce de Post Keynesyen İktisat'a önemli katkıların yapıldığını söylemektedir. Robinson, Kahn, Shackle, Weintraub, Davidson, Minsky ve Well Post Keynesyen düşünceye öncülük eden iktisatçılardandır. 1980'lerden sonra ise Barrera, Kregel, Chick, Wray gibi iktisatçıların büyük katkıları olmuştur(Carvalho, 1992, s.10).

Post Keynesyen İktisatçılar, kendi aralarında Uyumcu Post Keynesyenler ve Yapısalcı Post Keynesyenler olarak iki ana gruba ayrılmıştır. Basil Moore, Nikolas Kaldor ve Marc Lavoie gibi iktisatçıların öncülük ettiği Uyumcu Post Keynesyenler, Keynes'in 1936 yılından önce, yani GT yayımlanmadan önce, yapmış olduğu çalışmaların içsel para arzı ile uyumlu olduğunu ve bu çalışmaların içsel para arzı ile ilgili çalışmalarda referans olarak alınması gerektiğini ileri sürerler. Bu bağlamda GT'de ileri sürülen görüşlerde para arzının dışsal olarak ele alındığı ve MB'nin para arzı üzerinde kontrolünün olduğu kabul edildiği için GT'nin para arzının içselliğinden bir sapmayı temsil ettiği kabul edilir(Moore, 1996, s.92). Ayrıca bu gruptaki iktisatçılar Keynes'in Likidite Tercihi Teorisini de içsel para arzı yaklaşımıyla uyumlu bulmamaktadırlar. Bu gruptaki Post Keynesyen İktisatçılar, Uyumcu Post Keynesyenler olarak bilinirler ve para arzının yatay olduğunu ileri sürdükleri için **Horizontalist** olarak da isimlendirilirler.

Randall Wray, Stephen Rousseas ve Fernando Carvalho gibi iktisatçıların öncülük ettiği diğer grup Post Keynesyenler ise Keynes'in para ile ilgili çeşitli yıllarda yapmış olduğu çalışmalar arasında herhangi bir kopukluk olmadığını ve Keynes'in genel olarak içsel para arzı yaklaşımını benimsediğini ileri sürmektedirler. Bu gruptakilere göre, Keynes'in para arzı ilgili görüşleri yanlış algılandığı için çeşitli

yıllarda yapmış olduğu çalışmalar arasında sanki bir çelişki varmış gibi görünmektedir. Para arzı ve para talebi ile ilgili olarak hareket noktaları Keynes'in 1936 yılında yayımladığı GT ve 1937 yılında Economic Journal da yaptığı çalışmalardır. Bu gruptaki Post Keynesyen iktisatçılar Yapısalcı Post Keynesyenler bilinirler ve **Structuralist** olarak isimlendirilirler.

Post Keynesyenler kendi ilerinde her ne kadar Keynes'in parayla ilgili görüşlerini yorumlama noktasında bazı görüş ayrılıkları yaşasalar da paranın temel olarak içsel olduğu ve para arzının büyük oranda talep tarafından belirlendiği konusunda hem fikirdirler(Fontana, 2002, s.149). Görüş ayrılığı içinde oldukları konular temelde iki noktada toplanmaktadır(Palley, 1996, s.585):

- Paradan sorumlu otoritelerin tepki fonksiyonu ile bankaların varlık ve yükümlülük yönetimleri arasındaki karşılıklı ilişki,
- Para politikasının, hedeflenen rezerv büyüklükleriyle uyumlu olacak şekilde yürütülebilir olup olmadığına yönelik inanç.

Post Keynesyenlerin kendi içlerindeki bu görüş ayrılıkları içsel para arzına yönelik geliştirdikleri analizlerin farklı olmasına neden olmuştur. Yapısalcılar, hem MB'nin hem de bankaların gelen her türlü kredi talebine cevap verme anlamında pasif birer aracı olmadığı ileri sürmekte iken, Uyumcu Post Keynesyenler MB'nin faiz oranlarını belirledikten sonra bankalardan gelen her türlü kredi talebini karşılamak zorunda olduğunu ileri sürmektedirler.

5- POST KEYNESYEN İKTİSAT VE İÇSEL PARA ARZI

5-1- Post Keynesyen İktisadın Metodolojisi

“Post Keynesyen İktisat metodolojisi, reel dünyanın nasıl daha iyi anlaşılabileceğini ve bu anlama sürecinde hangi modellerin daha uygun olabileceğini incelemeye yöneliktir”(Dow, 2001, s.11). Dow'un bu açıklaması, Post Keynesyen İktisat içerisinde reel dünya kavramının metodoloji için merkezi bir yer işgal ettiğine

işaret etmektedir. Dolayısıyla Post Keynesyenler için önemli olan şey, Neo Klasik İktisatta yapıldığı gibi mantıksal bakımdan doğru ve matematiksel kesinlik taşıyan teoriler üretmek değil, gerçek hayatın daha doğru anlaşılmasıdır. Bundan dolayı öncelikle yapılması gereken şey gerçek hayatın gözlemlenmesi ve gerçek hayatın önemli bir tarafını teşkil eden gerçek ekonomik faaliyetlerin doğru anlaşılmasıdır. Bu amaçla Post Keynesyen İktisatçılar metodolojik olarak, gerçek ekonomileri parasal üretim ekonomileri olarak tanımlamakta ve bu ekonomilerde belirsizlik koşullarının hâkim olduğunu ileri sürmektedirler. Para ise, belirsizlik koşulları altındaki parasal üretim ekonomisinin ayrılmaz bir parçası olarak sunulmaktadır. Belirsizliğin olması ise gerçek yaşamın özelliğinden ileri gelmektedir ki gerçek yaşamdaki bütün faaliyetler tarihsel zaman içerisinde cereyan etmektedir. Yani olaylar bir kez yaşandıktan sonra o olayların tekrar edeceğinin garantisi yoktur ve zaman geri çevrilemeyen bir süreçtir. Eğer belirli bir tarihte yaşanmış bir olayın tekrar etme imkânına yönelik bir belirsizlik varsa geçmişte yaşanmış olaylara bakılarak gelecek de tahmin edilemez.

Post Keynesyen İktisat metodolojisi, yerleşik iktisadın metodolojik bireyciliğine karşıdır ve bireysel olanla toplumsal olanın birbirinden ayıramayacağını ileri sürer. Toplum içerisindeki bireyler, toplumun değer yargılarıyla, kültürüyle yoğrulmuştur ve birçok bireysel davranışın arka planında toplumun belirleyiciliği vardır. Aşağıda bu konulara yönelik olarak Post Keynesyen İktisat metodolojisi içerisindeki görüşlere yer verilmiştir.

5-1-1- Parasal Üretim Ekonomisi Kavramı

5-1-1-1- Parasal Üretim Ekonomisi Kavramının Tanımı Ve Özellikleri

Parasal üretim ekonomisi, yerleşik iktisatta ileri sürülen takas ekonomisine alternatif olarak geliştirilmiş bir kavramdır. Buna göre takas ekonomisi ile parasal ücret veya girişimci ekonomisi ayrı kavramlardır ve gerçek ekonomileri tanımlamak için (parasal ücret - girişimci veya aynı anlama gelen) parasal üretim ekonomisi kavramını kullanmak daha uygundur. Takas veya mübadele ekonomisinde, üretim faktörleri üretim sürecinde bir araya getirilerek üretim yapılır ve üretim faktörlerinden her birinin üretim

sürecinin sonunda ne kadar pay alacağı daha üretim sürecinin başında bellidir. Girişimci ekonomisinde ise üretim ve istihdam kararları üretim faktörlerini kiralamak zorunda olan girişimciler tarafından verilmektedir. Üretim tarihsel zaman içinde gerçekleştirildiği için, girişimciler daha üretimin başlangıcında paraya ihtiyaç duyarlar. Üretim sürecinin sonunda her bir üretim faktörüne yapılacak ödeme parasal gelir beklentilerine bağlı olarak belirlenir. Keynes tarafından kullanılan parasal üretim ekonomisi Schumpeter tarafından yapılan reel analiz parasal analiz ayrımından farklıdır. Reel analiz yerleşik iktisadın kullandığı terminolojiyi kullanır ve para bu analizde bir peçe gibi ele alınır. Ancak Keynesin tanımladığı parasal üretim analizinde para iktisadî sürecin ayrılmaz bir parçasıdır(Smithin, 1994, s.2).

Keynes için olduğu gibi Keynes'in takipçileri olan Post Keynesyen İktisatçılar için de parasal üretim ekonomisi kavramı kuşatıcı bir kavramdır. Post Keynesyen İktisat içerisinde geliştirilen modeller ve önerilen politikalar ancak parasal üretim ekonomisi içinde geçerlilik kazanırlar. Parasal üretim ekonomisinin en önemli özelliği gerçek ekonomileri tanımlaması ve yerleşik iktisatta olduğu gibi gerçeklerden soyutlanmış bir iktisadî çerçeve içinde çalışmamasıdır.

Parasal üretim ekonomisi bazı temel özelliklere sahiptir. Bunlar(Carvalho, 1992, s.77):

- Geleceğe yönelik kâr beklentileri firmaların üretim yapmalarındaki temel etkidir. Üretim faaliyeti gelecekteki kâr beklentileri altında hareket eden firmalar tarafından organize edilir. Geleceğe yönelik olumlu kâr beklentilerine sahip olan firma üretim faaliyetine girişebilmek için bankacılık kesiminden kredi alır ve üretimin hemen başında almış olduğu bu kredilerle üretim faktörlerine ödemelerde bulunur. Dolayısıyla para, üretim sürecinin sonunda mübadeleleri kolaylaştırmak amacıyla bulundurulmuş bir stok değildir.
- Firmalar üretim kapasitelerinin ne olacağı hakkında da bir karar vermek zorundadırlar. Geleceğin belirsizliği efektif talepteki

değişimlere bağlı olarak üretim miktarlarında dalgalanmalara neden olacaktır.

- Tüketicileri ve tüketici talebini kısıtlayan temel unsur gelir düzeyidir. Tüketiciler gelirlerini sahip oldukları verimli faktörleri kiraya vererek veya satarak elde ederler. Tüketiciler sahip oldukları faktörleri firmalara sattıkları için tüketici gelirlerinin belirlenmesinde firmaların geleceğe yönelik beklentileri ve bu beklentiler çerçevesinde şekillenen istihdam kararları oldukça önemlidir.
- İktisadî sistem içinde yatırım malları üreten sektör ile tüketim malları üreten sektör karşılıklı olarak birbirine bağlıdır. Bir sektörde yapılan harcamalar diğer sektörde yer alan yatırımcıların ve hane halklarının gelirlerini oluşturacağı için sektörlerdeki üretim ve gelir hareketleri beraber hareket eder.

5-1-1-2- Parasal Üretim Ekonomisinde Anlaşmalar

Parasal üretim ekonomisinde tanımlanan ilişkiler reel terimlerle değil parasal terimlerle ifade edilirler. Anlaşmalar, parasal anlaşmalar şeklindedir. Yapılan bu anlaşmalar belirli bir tarihsel zaman içinde gerçekleştirilen üretimi ve mübadeleyi en etkin bir şekilde organize eder. Ayrıca anlaşma içindeki taraflara gelecek sonuçları etkileyebilme imkânını sunar. Bunların yanı sıra söz konusu anlaşmalar, geleceğin belirsizliği içinde gerçekleşecek olaylara karşı verilecek cevaplarda bir esneklik ve özgürlük sağlayacaktır.

Parasal üretim ekonomisi veya girişimci ekonomisi efektif talepteki dalgalanmalarının parasal bir olgu olarak görüldüğü ekonomidir ve temel özelliği üretim sürecine katılması dolayısıyla emeğe parasal bir ödemenin yapılmasıdır. Yerleşik iktisattaki gibi ücretler reel terimlerle ifade edilmemektedir(Lavoie, 1984, s.773). Ücret anlaşmaları da parasal anlaşma şeklindedir. Bu anlaşmalar sayesinde cari dönemde ve gelecek dönemlerde emek maliyetleri açısından bir istikrar sağlanacaktır. Bir

ekonomide açık parasal ücret anlaşmalarının tümü aynı anda olmamakta farklı zaman dilimleri içinde gerçekleşmektedir. Dolayısıyla ekonominin genelinde üreticilerin katlanmak zorunda kaldığı iş gücü maliyetleri açısından da bir istikrar devamlı var olacak ve bu istikrar sayesinde üreticiler geleceğe yönelik olarak daha olumlu bakabilecektir. Sonuçta parasal ücret anlaşmaları hem emek hem de sermaye açısından istikrar sağlayıcı bir unsur olmaktadır(Rotheim, 1999, s.91).

5-1-1-3- Parasal Üretim Ekonomisinde Para

Takas ekonomilerindeki mal-para-mal (commodity-money-commodity) ilişkisi parasal üretim ekonomilerinde para-mal-para (money-commodity-money) biçimini almaktadır. Mal-para-mal ilişkisi bireysel tüketiciler için geçerli olabilir ancak kapitalist bir ekonominin parasal analizi için bu ilişkiyi temel almak geçerli değildir. Çünkü parasal üretim ekonomilerinde paranın ekonomiye girmesi girişimci sınıf eliyle olmaktadır: girişimci sınıf geleceğe yönelik kar beklentileri altında üretim kararı verdikten sonra, işçi kiralamak, hammadde temin etmek gibi amaçlarla piyasaya para enjekte eder. Mallar piyasada satıldıktan sonra para tekrar gelir şeklinde üreticiye geri döner(Devillers, 1990, s.160).

Parasal üretim ekonomisinde para, üretim fonksiyonu içerisinde yer almakta ve emek ve sermaye ile birlikte üretim faktörlerini oluşturmaktadır:

$$Q= F(L,K,M)$$

Q, üretimi, L iş gücünü, K sermayeyi ve M de reel çıktının değerini para olarak realize eden kurumsal süreç olarak ifade edilmektedir. Bu fonksiyon parasal bir üretim ekonomisinde emek ve sermayenin artırılması ve talebin daha etkin bir hale getirilmesi ile çıktının artırılabilirliğini göstermektedir. Talebin daha etkin hale getirilmesi ise çıktının değerini parasal olarak realize eden kurumsal süreçtir. Bu süreç de uygun para ve maliye politikaları olarak ifade edilmektedir(Dillard, 1987, s.1624).

Parasal üretim teorisi; üretim sürecinin hammadde, sermaye donanımı ve emek gibi üretim faktörlerinin satın alınmasında kullanılacak para-sermaye ile başladığını,

üretimin gerçekleştirilmesi ve ürünün satılması için piyasaya çıkarılması ile devam ettiğini ve ürünün satılarak paraya dönüştürülmesi ile sona erdiğini kabul eder. Parasal üretim teorisinin amacı bu sürecin kavramsallaştırılmasıdır. Bu süreçte para, mübadele aracı olmasından ziyade para sermaye olarak ön plana çıkar (Dillard, 1987, s.1625).

5-1-2- Tarihsel Zaman Anlayışı

5-1-2-1- Tarihsel Zamanın Tanımı

Post Keynesyen İktisat metodolojisinde önemli bir kavram da tarihsel zaman kavramıdır. Tarihsel zaman, yaşanan ve geri döndürülemez zaman anlamında kullanılmaktadır. Bu bağlamda, geçmişte yaşananlar artık ters çevrilemez ve veri durumundadır. Gelecek, belirsizlikten dolayı bilinemez. Ancak içinde yaşanan zaman bilinebilir. Geri çevrilemez geçmiş ile bilinemez geleceği birbirine bağlayan da, adeta bir zincirin halkası olan, paradır. Post Keynesyen iktisatçılara göre bu özelliğinden dolayı paranın sistem içindeki önemi çok büyüktür (Arestis, 1997, s.44).

Belirsizlik, tarihsel zaman içerisinde olur. Toplumlar tarihsel zaman içerisinde yaşarlar ve bundan dolayı toplumdaki iktisadî karar birimleri herhangi bir konuda karar verecekleri anda belirsizlikle karşı karşıya kalmaktadırlar. Paranın, mübadele aracı olmasının yanında değer biriktirme aracı da olması paranın belirsizliğe karşı bir savunma aracı olarak kullanılmasına neden olmaktadır(LapavitsasveItoh, 1999, s.229).

5-1-2-2- Tarihsel Zaman İçerisinde Para

Tarihsel zaman anlayışı, üretimin dinamik bir olgu olduğu gerçeğinden hareket eder. Tarihsel zamanda, mübadeleler Neo Klasik İktisattaki gibi aynı anda gerçekleşmez, para arzı miktar teorisine bağlı olarak MB'nin kontrolünde ayarlanmaz. Tarihsel zamanda üretimin belirli bir tarih içerisinde gerçekleştirilmesi zorunludur. Yukarıdaki bölümlerde de belirtildiği gibi, üretim tarihinin başlangıcı, girişimcilerin üretim için emek ve sermaye gibi üretim faktörlerine yaptığı ödemeler ile başlar, ürünün

satılıp üreticiye tekrar para olarak geri dönmesi ile son bulur. Para, burada bir akım olarak devreye girer ve dinamik üretim sürecini mümkün kılar(Fontana, 2004, s.81). Burada görüldüğü üzere, Post Keynesyen İktisat içerisinde para sadece stok olarak değil aynı zamanda akım olarak da ele alınmaktadır. Temel belirsizlik ve tarihsel zaman, paranın hem stok hem de akım değişken olarak ele alınmasına yol açmaktadır.

Gelişmiş finansal kurumların bulunduğu kapitalist ekonomilerde yaşanan iktisadî olaylar geleceğe dönük olarak gerçekleşmektedir ve aynı olayın bir daha tekrar etme olasılığı hakkında herhangi bir şey bilinmemektedir. Dolayısıyla gerçek hayata ilişkin iktisadî analizlerde genel denge yaklaşımını kullanmak işlevsel olmayacaktır çünkü dengenin kendisine doğru yöneleceği herhangi bir durum hakkında herhangi bir bilgi yoktur. Genel denge ancak ileriye ve geriye doğru hareketlerin olduğu mantıksal zaman içerisinde mümkündür. Sadece ileriye doğru hareketlerin olduğu tarihsel zaman içerisinde sistemin yöneleceği genel bir denge yoktur. Bundan dolayı Post Keynesyen iktisatçılar Walrasgil genel denge analizini değil Marshallgil kısmi denge analizini benimserler(Moore, 1979, s.121-122).

5-1-3- Temel Belirsizlik

5-1-3-1- Temel Belirsizlik Durumları

Yerleşik iktisat içerisindeki belirsizlik konusu, olasılık hesaplarına dayanan hesaplanabilir belirsizlik olarak ele alınmaktadır. Sınırlı ve değişmeyen bilgilere dayanarak bazı olasılık hesaplamalarıyla bazı belirsiz durumlar tahmin edilmeye çalışılır. Bu tür bir belirsizlik algılaması bir anlamda kumarhanede oynanan oyunlara benzemektedir. İçinde bulunulan ortam değişmemekte, oyuncuların sayısı sabit kalmakta, oyunun kuralları önceden belirlenmekte ve oyun bu çerçeve içerisinde oynanmaktadır. Ancak bir kumarhane oyununa uygulanabilecek bu tür bir belirsizlik anlayışı dinamik bir ekonomiye uygulanamaz. Çünkü ekonomi içerisinde nüfus devamlı değişmekte ve kararlar her an değiştirilebilmektedir. Kumar oyununda oyunun sonuçları hakkında oyuncular kesin bir bilgiye sahiptir. Bilmedikleri sadece hangi sonucun geleceğidir. Rulet oyununda sonucun ne olacağı bilinmemekle birlikte hangi sonuçların

olabileceği bilinmektedir. Ya da bir zar atıldığında herhangi bir sayının gelme olasılığı önceden bilinmektedir. Burada oyuncuların sübjektif kararlarının olası sonuçlar üzerinde etkisi yoktur. Ancak kumar oyunundaki hesaplanabilir belirsizlik durumu iktisadî olaylara uygulanamaz. İktisadî olaylarda sonuçlar kümesi hakkında kesin bilgi söz konusu değildir ve karar alıcıların sübjektif kararları oldukça önemlidir(Kregel, 1998, s.113-114). İktisadî olaylardaki belirsizlik durumları olasılık hesaplamalarına dayanan hesaplanabilir belirsizlik değil temel belirsizliktir (fundamental uncertainty). Bu tür bir belirsizlik anlayışı paranın iktisadî olaylar içerisinde oldukça önemli bir konuma yükselmesine yol açmaktadır. Post Keynesyen İktisatçılar belirsizlik konusunu temel belirsizlik olarak ele almakta, olasılığa dayalı belirsizliği kabul etmemektedirler.

Hem Keynes hem de Post Keynesyenler için belirsizlik, riskten farklı bir olgudur. Risk, olayların tekrar ettiği durumlara uygulanabilecek bir kavramdır. Tekrar eden olaylarda olayların tekrar etme sıklıkları, olasılık hesaplamaları ile hesaplanabilir. Ancak eğer olaylar tekrar etmiyor ise, bu durumda olasılık hesaplamaları yapmak imkânsızdır(FontanaveGerrard, 2004, 626). Olayların tekrar ettiği durumlarda riskten, olayların tekrar etmediği durumlarda da belirsizlikten söz etmek mümkündür. Rogers(1989, s.193) olasılığı, riske bağlı olasılık ve belirsizliği içeren olasılık olarak ikiye ayırmıştır. Riske bağlı olasılık, olayların tekrar etme yüzdelere bakılarak yapılan olasılık hesaplamasıdır. Ancak temel belirsizliğin olduğu durumda, olayların tekrarlanıp tekrarlanmayacakları belirsiz olduğu için olasılık hesaplamaları yapılmayacak, iktisadî karar birimleri bu gibi durumlarda matematiksel olasılık hesaplarından ziyade kendi sezgilerine güvenecektir.

Post Keynesyen iktisatçılardan Paul Davidson üç tür karar alma durumunun olduğunu belirtmektedir(Davidson, 1991, s.130-131). Bunlar;

- Objektif Olasılık Durumu: Burada karar alıcılar geçmişî gelecek için güvenilir bir rehber olarak kabul ederler.
- Sübjektif Olasılık Durumu: İçinde bulunulan zamanda gerçekleştirilen tercihlerin gelecekteki sonuçlarıyla ilgili bireylerin zihninde beliren bilgiler gelecekteki sonuçları yönetir.

- Gerçek Belirsizlik Durumu: Bireyler tercihlerin alındığı zamanla sonuçların gerçekleştiği zaman arasında öngörülemeyen değişimlerin olacağını bilirler ve gelecekteki sonuçlarla ilgili bugünden elde edilen bilgilere güvenmezler ve bundan dolayı gelecekle ilgili olasılık hesaplarına dayalı bilgi yoktur yani gelecek hesap edilemez.

Objektif olasılıkta beklentiler, bir taraftan piyasadan gelen sinyallerle elde edilen bilgilere diğer taraftan geçmiş verilerin istatistiksel analize tabi tutulmasına bağlı olarak gerçekleşmektedir. Sübjektif olasılık da ise beklentiler beklenen fayda teorisi üzerine inşa edilir. Ancak hangi olasılık türü seçilirse seçilsin ortodoks iktisat için hesaplanabilir risk ve belirsizlik aynı şeylermiş gibi ele alınmaktadır(Davidson, 1991, s.129). Rasyonel Beklentiler Teorisi, objektif ve sübjektif olasılık durumlarını kabul eder. Bugün alınan kararların gelecekteki sonuçlarıyla ilgili bilgi, sübjektif ve objektif olasılıkların bir karmasını içermektedir. Tarihsel olaylarla ilgili olasılık dağılımları vardır ve bu dağılımlar nasıl geçmiş sonuçları belirlemişse gelecekteki olayları da belirlemeye devam edecektir. Geçmiş verilerin kullanılmasıyla elde edilen istatistikî ortalamalar gelecekle ilgili zaman serilerinden elde edilen istatistikî ortalamalara yakındır. Yani gelecek aslında geçmişin yansımasından başka bir şey değildir(Davidson, 1991, s.132).

Post Keynesyenler gerçek belirsizlik durumunu kabul ederler. Objektif olasılık ve sübjektif olasılık yerleşik iktisatçıların kabul ettikleri belirsizlik durumlarıdır. Ancak Post Keynesyenler, gerçek ekonomilerde temel belirsizlik koşullarının geçerli olduğunu ve temel belirsizlik durumlarında da olasılık hesaplamalarının işlevsel olmayacağını ileri sürerler.

5-1-3-2- Temel Belirsizlik Ve Para İlişkisi

Üretimin tarihsel zaman içerisinde gerçekleştirilmesi belirsizliği beraberinde getirmektedir. Şöyle ki üretimin gerçekleştirilmesi için dayanıklı sermaye varlıklarına yönelik yapılacak yatırımlar firma dışı finansmanı gerekli kılmaktadır. Firma dışı finansman, bankalardan ve diğer mali kuruluşlardan elde edilen kredilerle veya hisse

senedi ve tahvil ihracıyla sağlanır. Firma dışı finansman şekilleri kaçınılmaz olarak yatırım sürecini gerçekleştirenler ile dış finansmanı sağlayanlar arasında pazarlığa dayalı bir süreci başlatır. Sürecin başlamasıyla birlikte sermaye varlıklarının elde edilmesine ve finansmanına yönelik alınan kararlarda hata yapma olasılıkları artar. Çünkü sermaye varlıklarının değerleri bu varlıkların nispi getirilerine bağlı olarak piyasa tarafından belirlenecektir. Dolayısıyla karar alma süreçlerindeki modellerin güvenilirlikleri piyasada oluşacak dengesizliklerden dolayı azalacak ve sonuç olarak belirsizlik artacaktır(Minsky, 1996, s.2).

Tarihsel zaman içinde temel belirsizliğin hâkim olması parasal üretim ekonomilerinde parayı oldukça önemli kılmaktadır. Tarihsel zaman içinde belirsizlik, parasal üretim ekonomilerinde paranın var olması için “gerek ve yeter”(Arestis, 1990, s.164) koşuldur.

Diğer finansal varlıklarla beraber neden para talep edilmektedir? Finansal varlıklar faiz geliri sağlamalarına rağmen ve insanlar para tuttuklarında bir gelir elde edememelerine rağmen neden para tutmaya devam ederler?(Ritzmann, 1999, s.167). İnsanların niçin para tuttuklarının cevabı aslında temel belirsizlikle yakından alakalıdır.

Sigorta uygulamalarına başvurmak, bir uzmanın görüşleri doğrultusunda karar vermek, güvenilir olduğu kabul edilen varlıklara yönelik rezerv bulundurmak gibi bir takım uygulamalar, riskten kaçınmayı veya riski minimize etmeyi mümkün kılan uygulamalardır. Ancak temel belirsizlik koşulları geçerli olduğunda, beklentilerin oluşumunda başvuru referansları güvenilirliklerini kaybettikleri için beklentilerin kendilerindeki güven yok olacak ve sonuç olarak belirsizliğin derecesi daha da yükselecektir. İktisadî ortamda, örneğin ticaret yapanların ortaklarına karşı, mudilerin çalıştıkları bankalara karşı, vatandaşların Merkez Bankası'na ve devlete karşı güvenlerinde azalma olabilir ve bu durumda olasılık hesaplamalarıyla bir pozisyon almak veya riskten kaçınmak için bazı uygulamalara başvurmak, çok zor olacaktır. Ancak bu tür durumlarda da önemini kaybetmeyen bir uygulama likidite tercihidir. Bireyler altın veya gümüş gibi çeşitli madenleri edinerek veya istekleri karşılayabilecek güvenilir bir paradan daha fazla miktarda tutarak likidite tercihlerini artırıp belirsizliğe karşı pozisyon alırlar(Ritzmann, 1999, s.168).

Diğer finansal varlıklar varken neden para tutulduğuna dair soru kapitalist sistem içinde paranın kendine has özelliğini ortaya koymaktadır ve bu soruya Keynes ve Post Keynesyen iktisatçıların verdikleri cevap geleceğin belirsizliğinin para tutulmasına neden olduğudur. Keynes'e göre değer saklama aracı olarak paranın kullanılmasının temel nedeni insanların gelecekle ilgili olarak yaptıkları hesaplamalara güvenmemeleridir ve paraya sahip olunmasıyla birlikte gelecekle ilgili huzursuzluk giderilecek ve bir sükûnet sağlanacaktır(Davidson, 1994, s.87).

Belirsizlik ortamı içinde paranın kendinden beklenen görevi yerine getirebilmesi için üç temel özelliğe sahip olması gerekmektedir. Bunlar; sıfır üretim esnekliği, sıfır ikame esnekliği ve sıfır taşıma maliyetidir. Sıfır üretim esnekliği; paranın fiyatında artış olduğunda daha fazla emek kiralanmak suretiyle para üretiminin hemen olmayacağını ifade eder. Hatta paranın bir üretim fonksiyonu bile yoktur. İkame esnekliğinin sıfır olması ise para ile diğer kolayca üretilen mallar arasında likidite yönünden ikamenin sıfır olması anlamına gelmektedir. Örneğin insanlar kaynakları bugün kullanma noktasında isteksiz iseler harcamalarını kolay bir şekilde üretilen mal ve hizmetlerden paraya doğru kaydıracaktır. Paraya yönelik artan bu talep paranın likidite primini ve dolayısıyla paranın fiyatının artmasına neden olacaktır. Eğer kolayca üretilen mal ve hizmetler ile kolayca üretilmeyen para arasında ikame esnekliği sıfır ise, paranın fiyatındaki artış insanları tekrar değer saklama aracı olarak kolayca üretilen mallara doğru yönlendirmeyecektir. Bu sayede para değer saklama aracı olarak hizmet edecektir(Davidson, 1994, s.94-95).

Belirsizlik koşulları altında bireyler harcamalarını kısma yönünde bir davranışa girecektir. Kısılan harcamalar değer saklama aracı olarak paraya yönelecek ve ekonomide emeğin kullanımıyla üretilen diğer mallara yönelik talep azalacaktır. Dolayısıyla hem Keynes hem de Post Keynesyen iktisatçılara göre para ile efektif talepte meydana gelen dalgalanmalar arasında ilişki vardır ve bu ilişki, yukarıda belirtildiği üzere, bireylerin belirsizlikten kaçınma davranışlarından kaynaklanır(Filho ve Conceição, 2005, s.581).

Post Keynesyen iktisatçılar tarafından geliştirilen likidite tercihi Keynes'in geliştirdiği likidite tercihinin genişletilmiş halidir ve buradaki kullanımıyla likidite

tercihi, likiditesi düşük varlıklarla likiditesi yüksek varlıklar arasındaki bir tercihi yansıtmaktadır. Aynı zamanda bu likidite tercihi, likiditesi düşük varlıklarla likiditesi yüksek varlıklar üzerindeki faiz oranları arasındaki farklılığı da belirlemektedir. Post Keynesyen iktisatçılarca geliştirilen genişletilmiş likidite tercihi yaklaşımı, geleceğe yönelik güven derecesi ile ters yönlü bir ilişki içindedir. Örneğin, bankacılık kesimi geleceğe yönelik güvenini ve iyimserliğini kaybetmeye başlayınca ekonomiye sundukları kredi-parayı kısma ve daha likit bir pozisyona geçmeye çalışırlar. Bu şekilde davranmaları ekonomiye zarar verse de öyle davranmaya devam edeceklerdir çünkü geleceğe yönelik güven dereceleri azalmaya başlamıştır(Rochon, 1997, s.290).

Para her ne kadar ekonomide var olan belirsizliğe karşı bir nevi sigorta işlevi görüyorsa da kapitalist sistemde meydana gelen gelişmeler neticesinde artan parasal akımlar da o ölçüde belirsizliğe neden olmaktadır. Minsky bu durumu “Para Yöneten Kapitalizm” (Money Manager Capitalism) olarak adlandırmaktadır(s.3). Gelişmiş ülkelerde şirketlerin birçoğu günümüzde artık anonim şirket durumundadır ve şirketlerin aktiflerinin çoğunda emeklilik sandıklarının fonları veya menkul kıymet yatırım fonları bulunmaktadır. Dolayısıyla bu şirketlerin yöneticileri için başarı sadece üretimi artırmak değil aynı zamanda şirketlerin aktiflerinde bulunan bu tür menkul kıymetlerden en yüksek getiriye de sağlamaktır. Bu tür bir başarının sağlanması bu yöneticileri borsa gibi finansal piyasalarla daha fazla ilgilenmeye itecektir. Dolayısıyla finansal piyasalardaki dalgalanmalar ve belirsizlikler de şirketlere yansımacaktır. Aslında uluslararası finansal piyasalarda gezen finansal sermaye akımları ve sıcak para akımları belirsizliği tüm ekonomilere yaymaktadır(Minsky, 1996, s.3).

Yukarıda genel hatlarıyla anlatılan Post Keynesyen İktisat metodolojisi Dow’a (2001, s.17) göre tam anlamıyla tamamlanmış değildir. Post Keynesyen İktisat içerisinde metodoloji hakkında ve üzerinde görüş birliği sağlanamamış bazı konular hakkında tartışmalar halen devam etmektedir. Örneğin ekonometrik analizlerin kullanılıp kullanılmamasına yönelik tam bir görüş birliği sağlanmamış değildir. Bunun temel nedeni gerçek hayatın tarihsel zaman içerisinde vuku bulması ve bu durumun da temel belirsizlik koşullarına yol açmasıdır. Ancak birçok Post Keynesyen iktisatçı ekonometriyi sınırlı da olsa öngörü amaçlı olarak değil değişkenler arasındaki ilişkileri

daha iyi anlamak için kullanmaktadır. Tam bir görüş birliğine varılamayan bir diğer konu ise beklentilere ve belirsizliklere analizlerde ne ölçüde ağırlık verileceğidir. Örneğin ilgili bölümlerde de değinileceği üzere, Uyumcu Post Keynesyen iktisatçılar, analizlerinde daha çok kredi paranın yaratılması üzerinde yoğunlaşmışlar ve belirsizliğin neden olacağı likidite tercihini analizlerinin dışında bırakmışlar hatta reddetmişlerdir.

Post Keynesyen İktisat metodolojinin tamamlanmamış olmasının önemli bir nedeni gerçek (reel) hayatı merkeze almaları ve gerçek hayatı da tarihsel zaman içerisine yerleştirmiş olmalarıdır. Eğer yaşanan olaylar bir daha yaşanmayacaksa devamlı değişen bir yapıyı da tam anlamıyla kuşatabilecek bir metodolojik temel kurmak da mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla gelişen şartlara uyum sağlayabilen yeni metodlar geliştirmek gerekecektir. Bu da tabiatıyla tek bir metodun olamayacağına işaret etmektedir.

5-2- Post Keynesyen Tam İçsel Para Arzı Yaklaşımı

Tam içsellik yaklaşımı Basil Moore ve Marc Lavoie gibi iktisatçılarca temsil edilmektedir. Bu yaklaşımını savunanlar, Keynes'in GT'de ortaya koyduğu likidite tercihini ve para arzının Merkez Bankası tarafından kontrol edildiği görüşünü içsel para arzı ile çeliştiği için kabul etmezler.

Moore, para arzının yerleşik iktisatçıların savunduğu gibi dışsal olmadığını ve para otoritelerinin iddia edildiği üzere para arzını dışsal olarak kontrol edemediklerini ileri sürmekte ve şu soruyu sormaktadır: eğer para arzı dışsal olarak kontrol edilebiliyorsa batı dünyasında parasal hedeflemelerde neden başarısız olunmaktadır? Para arzı içseldir ve para arzı artan kredi harcamalarının bir sonucudur yoksa kredi harcamaları artan para arzının bir sonucu değildir. Gerçek dünyada bankalar önce kredi verirler, kredi alındıktan sonraki süreçte mevduatlar oluşur ve bankalar kredi verdikten sonra gerekli rezerv arayışına başlarlar(Moore, 1988, s.134).

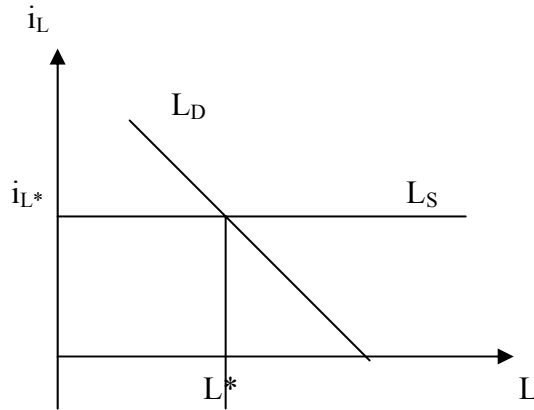
Lavoie, para arzının içselliğinin üç şekilde ortaya çıkacağını belirtmektedir; firmalar ve bankalar arasındaki ilişkiler, hane halkları ve bankalar arasındaki ilişkiler ve bankalarla Merkez Bankası arasındaki ilişkiler. Firmalar yeni yatırım yapmak istediklerinde bankalara kredi talebinde bulunurlar ve bankalar gelen kredi talebini karşılırlar. Bu süreçte paranın piyasaya çıkması talep üzerine olmaktadır ve krediler bu süreçte sürükleyici faktördür. Hane halkları piyasa faiz oranlarıyla ilişkili olarak bir portföy kararı verdiklerinde, örneğin faiz oranları arttığında ellerindeki fazla parayı ticari bankalara bırakmakta, bankalar da daha çok firmaların finansman güdüsüyle talepleri üzerine bu parayı piyasaya sürmektedirler. Bankalarla Merkez Bankası arasındaki ilişki de para arzının içselliğinde üçüncü bir aşamadır. Burada bankalar rezerv gereksinimi içinde olduklarında Merkez Bankası'na başvururlar ve Merkez Bankası da bankaların bu ihtiyaçlarını karşılar(Lavoie, 1992, s.170). Aslında burada Lavoie'nin anlattığı süreçler birbirinden bağımsız değildir. Örneğin firmalarla bankalar arasındaki kredi ilişkisinde eğer bankanın yeterli rezervi yoksa banka Merkez Bankası kaynaklarına başvuracaktır. Neticede para arzı talep üzerine içsel olarak belirlenecektir. Ayrıca, diğer paragraflarda da değinildiği üzere, para arzı krediler tarafından belirlenecek, krediler mevduatları, mevduatlar da rezervleri belirleyecektir.

Bu yaklaşımda para arzının tamamen içsel olduğu, kredi para talebi tarafından belirlendiği ve belirli bir faiz oranında para arzını temsil eden doğrunun yatay olduğu kabul edilir. Faiz oranları Merkez Bankası tarafından dışsal olarak belirlenir(Moore, 1996, s.89). Bankalar, MB'nin belirlediği faiz oranlarını temel alarak kendi kredi faiz oranlarını belirler ve özel kesim belirlenen bu faiz oranı üzerinden kendisi için gerekli olan krediyi almak için bankacılık sektörüne başvurur. Bankacılık sektörü özel kesimin kredi talebini tümüyle karşılar. Çünkü bankaların, kredi talebini karşılamak için kendi kaynakları yeterli olmasa bile gerekli olan miktarı Merkez Bankası'ndan alabilir. Merkez Bankası son ödünç veren merci olmasından dolayı, gelen bütün kredi taleplerine cevap vermek zorundadır(Howells ve Hussein, 1998, s.331). Merkez Bankası sadece faiz oranını belirler ve o faiz oranından gelen bütün kredi talebini karşılar. MB'nin gelen kredi talebine olumsuz cevap vermesi finansal krizlere neden olacaktır(Fontana, 2002, s.149-150). Sistemde faiz oranları sadece Merkez Bankası tarafından belirlendiği için faiz oranlarının dışsal olduğu kabul edilir. Faiz oranlarının Merkez Bankası

tarafından dışsal olarak belirlenmesi Tam İçselci Yaklaşımla Yapısalcı Yaklaşım arasındaki bir diğer tartışma konusudur.

Moore para talebinin, kredi talebinin bir fonksiyonu olduğunu ve kredilere yönelik bir talep artışı olmadığında reel balanslara yönelik de kendiliğinden bir talebin olmayacağını ileri sürmektedir (Tymoigne, 2001, s.79). Burada bankacılık sistemi Merkez Bankası tarafından belirlenen faiz oranlarından talep edilen bütün krediyi veren pasif bir aracı durumundadır.

Moore, para arzının içselliği ve faiz oranlarının dışsallığını açıklamak için uygun borç verme (convenience lending) kavramını geliştirmiştir. Buna göre bankacılık sistemi ihtiyari olarak belirlenen borç verme oranı (i_L) üzerinden kendisinden talep edilen kredi paranın tümünü sağlar. Borç verme oranı (i_L) bankalar arası günlük borçlanma oranı (i_R) üzerine mark-up yoluyla bir oran eklendikten sonra belirlenir. Mark-up miktarı bankacılık sisteminin oligopolistik derecesine bağlı olarak belirlenir.



Şekil 1: Uyumcu Post Keynesyenlere Göre Kredi Arzı ve Kredi Talebi

Şekil 1’de de görüldüğü üzere kredi arzı (L_S) ile kredi talebi (L_D), i_L^* faiz oranında eşitlenmektedir. Kredi arz eğrisi sonsuz esnekliğe sahiptir. Yani bankacılık sektörü i_L düzeyinde talep edilen bütün kredileri karşılamaktadır. Buradaki kredi talebi aslında borç alanlar namına gerçekleştirilen kredi para talebidir. Bankaların gerçekleştirdiği kredi arzı ise kredi para arzıdır. O halde kredi arzı (L_S) ile kredi

talebinin (L_d) eşitliğinden kredi para talebinin (C_d) kredi para arzına (C_s) eşit olduğu söylenebilir; $C_d = C_s$ (Tymoigne, 2001, s.80).

Yukarıdaki şekilde kredi arzı belirli bir faiz oranında sonsuzdur ve faiz oranları da dışsal olarak belirlenmektedir. Uyumcu Post Keynesyenler'in faiz oranlarını bu şekilde dışsal olarak almaları faiz oranlarıyla iktisadî faaliyetler arasındaki bağın kopması anlamına gelir ki bu sonuç uyumcuların istediği bir sonuçtur; faiz oranlarında meydana gelen değişimlerin bankaların ve girişimcilerin iktisadî davranışları üzerinde etkisi yoktur(Lavoie, 1984, s.789). Eğer faiz oranlarıyla iktisadî faaliyetler arasındaki bağ koparılmaz ise Neo Klasik İktisat'ın öne sürdüğü görüşler kabul edilmiş olacaktır. Şöyle ki yatırımlarda meydana gelen artış Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi'ndeki gibi faiz oranlarında bir artışa neden olacaktır. Bu sonuç aynı zamanda Neo Klasik kıtlık varsayımının da kabulü anlamına gelmektedir. Oysa kredi talebindeki bir artış Uyumcu Post Keynesyenlere göre faiz oranlarında bir artışa neden olmamaktadır ve kredi talebindeki bir artış nihai olarak Merkez Bankası kaynaklarından karşılanmaktadır ve herhangi bir kıtlık yoktur(Lavoie, 1996, s.276; Aktaran Rochon, 1999, s.159).

Uyumcu Post Keynesyen görüş içerisinde kredilerle mevduatlar arasındaki ilişki kredilerden mevduatlara doğrudur yani mevduatların kaynağı kredilerdir. Mevduatlar, bankaların kredi faaliyetleri sonunda oluşur çünkü müşterilere verilen krediler müşterilerin hesaplarını genişletir ve mevduatlar oluşur. Mevduatlar artınca da bankalar artan mevduata yönelik ayıracakları zorunlu rezervleri Merkez Bankası'ndan elde ederler(Moore, 1996, s.91).

Horizontalist bakış açısına göre MB'nin ekonomideki para miktarını veya faiz oranını değiştirmek için yapacağı bir girişim iki sonuç doğuracaktır:

- Banka rezervlerinin fazla ya da az oluşmasına yol açacak veya
- Kredileri veren kurumları tehdit edecektir.

Bu bakış açısına göre genişletici bir para politikasının fazladan banka rezervleri yaratması dışında hiçbir etkisi olmayacaktır. Çünkü böyle bir politika kapitalistlerin hayvani duygularını (animal sprits) uyandırmada başarılı olamayacaktır. Kapitalistlerin

yatırım yapma duygularını teşvik eden unsur parasal değildir ve kendiliğinden gelişir. Daraltıcı bir para politikası da zararlı olabilir çünkü bankaların borçlarını ödeyebilmesini tehlikeye atabilir. Dolayısıyla Horizontalistler için en iyi para politikası, MB'nin faiz oranlarını sabit tutması ve bankaların ihtiyaç duyduğu rezerv gereksinimlerini karşılamaıdır(Sicsu, 2001, s.669-670). Para politikası, ekonominin genel durumuna bağılı olarak MB'nin reaksiyon fonksiyonuna bağılıdır. Kısa vadeli faiz oranlarının düzeyi ise MB'nin ihtiyari davranışının direkt bir sonucudur. Uzun vadeli ex-ante para veya kredi arzı yoktur. Hepsi gelecekte MB'nin ne yapacağına bağılıdır, o da ekonominin uzun vadede hangi durumda olduğuna bağılıdır(Moore, 1995, s.265).

Rochon'a(1999, s.159-160) göre ticari bankaların gelen kredi taleplerini karşılamaı ve MB'nin faiz oranlarını dışsal olarak belirlemeleri mutlak anlamda anlaşılmalıdır. Bankalar gelen her türlü kredi talebini pasif bir şekilde karşılayan kurumlar değildir. Bankaların istediğı bir takım gerekleri eğer müşteriler yerine getirmiyorsa banka bu tür müşterilere kredi vermeyecektir. Ayrıca Merkez Bankası da faiz oranlarını dışsal olarak belirlerken ekonominin gereklerine aykırı olacak şekilde faiz oranlarını belirlememektedir ve faiz oranlarını artı eksi sonsuz aralığında istediğı gibi artırıp azaltmamaktadır. Ancak faiz oranlarını belirleme noktasında Merkez Bankası ihtiyari üstünlüğe sahiptir ve gerek duyduğunda faiz oranlarını artırıp azaltabilir. Faiz oranlarında artış olması durumunda bu, yukarı doğru eğimli para arz eğrisi anlamına gelmez. Faiz oranları artınca artmış olan yeni faiz oranında bankacılık sistemi ve nihai olarak yine Merkez Bankası gelen her kredi talebini karşılayacaktır. Yani artmış olan faiz oranı seviyesinde de kredi arzı ve para arzı eğrisi sonsuz esnekliğe sahiptir yani yataydır.

Palley'e(1996, s.585) göre Uyumcu Yaklaşım Merkez Bankaları ile bankalar arasındaki karşılıklı etkileşimi görme noktasında yetersizdir ve bundan dolayı uygulanan para politikaları ile finansal piyasalar arasındaki geri besleme etkilerini gözden kaçırmaktadırlar. Geri besleme etkileri göz önüne alındığında ise Uyumcu Yaklaşım özel bir durumda geçerli olan bir yaklaşım olacaktır. Bu özel durum ise MB'nin, bankalardan gelen her kredi talebine olumlu cevap verdiği durumdur. Eğer Merkez Bankası gelen kredi talebinin tümüne olum cevap vermeyip kısmi olarak cevap

verirse o zaman ne olacaktır? Merkez Bankası, kredi talebinin bir kısmını karşılarsa ve iskonto oranını yükseltirse veya iskonto penceresinden borçlanmayı kısıtlarsa içsel para arzı Uyumcu Post Keynesyenler'in ileri sürdükleri şekilde artmayacak ve faiz oranları yükselecektir. Bu durumda bankalar daha ucuz fon kaynağı bulmak için varlık-yükümlülük yönetimine başvuracaktır. Sonuç olarak MB'nin kredi talebindeki artışa kısmi olarak cevap vermesi kredi para arzı ile birlikte faiz oranlarının da artacağı anlamına gelir ki bu durum yapısal içselciliği savunanların ileri sürdükleri durumdur(Palley, 1996, s.590-591).

Wray'a(1992, s.1157) göre Uyumcu Yaklaşım içerisinde geliştirilen modeller Keynesyen nitelikte değildir. Çünkü faiz oranlarının belirlenmesinde para talebine yer verilmemekte ayrıca para sadece akım değişken olarak ele alınmaktadır. Akım para talebi her zaman akım para arzı ile karşılanacağı için faiz oranlarının belirlenmesinde para talebinin ve para arzının herhangi bir rolü yoktur. Oysa Keynes tarafından geliştirilen para analizinde faiz oranları para arzı ile para talebinin kesişmesi ile belirlenmektedir.

Keynes tarafından geliştirilen Likidite Tercihi Teorisi de Horizontalistler tarafından reddedilmektedir. Wray, Horizontalist Yaklaşım'ın, Likidite Tercihi Teorisi'ni sadece bir para talebi teorisi olarak ele aldığı için bu teoriyi yanlış yorumladığını ileri sürmektedir. Likidite Tercihi Teorisi sadece para talebi teorisi değildir aynı zamanda varlık fiyatları teorisidir*(Wray, 2004a, s.9).

Palley'in, Moore tarafından geliştirilen Uyumcu Yaklaşım'a yönelttiği eleştirilere Moore iki yıl sonra cevap vermiştir. Moore'a göre(1998, s.175-176) Merkez Bankası faiz oranlarını dışsal olarak sadece piyasa dönemi içerisinde belirler. Ergodik olmayan bir dünya içerisinde ne Merkez Bankaları ne de herhangi bir iktisatçı gelecek dönemde faiz oranlarının ne olacağını bugünden söyleyemez. Piyasa dönemi ise Merkez Bankası içerisinde yer alan Açık Piyasa İşlemleri Komitesi'nin toplantıları arasındaki geçen süredir ki bu süre de yaklaşık beş haftadır. Bu beş haftalık süreler arasında geçerli olacak faiz oranı ise federal fon oranlarıdır. Merkez Bankası bu oranı belirledikten sonra bu beş haftalık süre içinde para arzı tamamen içsel olarak belirlenir.

* Bu konu hakkında 4. bölümde bilgi verilecektir.

5-3- Neo Post Keynesyen Okul (Parasal Döngü Okulu)

Keynes'in, GT'de para ve kredi konularında ortaya koyduğu düşünceler bazı iktisatçıları tatmin etse de bir takım iktisatçıları tatmin etmemiştir. GT'de ortaya konulan görüşleri eksik ve yetersiz bulan bir grup iktisatçı para teorisine yönelik **Alternatif Keynesyen Yaklaşım*** geliştirmek üzere, Keynes'in GT'den sonra kaleme aldığı yazılarını hareket noktası olarak ele alıp çalışmalara başlamışlardır(Rochon, 1999a, s.14). Parasal Döngüselciler, Keynes'in takipçileri olan ve heterodoks para teorisini oluşturmak için çalışan Hyman Minsky ve Paul Davidson gibi Post Keynesyenler tarafından geliştirilen görüşleri ve bu iktisatçıları tarafından yerleşik iktisada karşı geliştirilen eleştirileri de kabul etmezler. Daha ziyade Fransa'daki ve İtalya'daki Keynes takipçilerinin fikirlerini kabul ederler(Rochon, 1999a, s.3). Jacques Le Bourva, Bernard Schmitt ve Alain Parguez, Fransa'da önde gelen isimlerdir.

Parasal Döngü Okulu'nun özellikle Fransız ayağı oldukça güçlüdür. Bu durumun sebeplerinden bir kaçı aşağıdaki gibidir(Deleplace ve Nell, 1996, s.9-10).

- Fransa'daki endüstri ile bankalar arasındaki ilişkiler diğer ülkelerdekinden biraz farklıdır. Firmalar, finansman ihtiyaçlarını bankalardaki açık hesaplar aracılığıyla (overdraft financing) karşıladıkları için bu durum devamlı bir parasal döngüye neden olmaktadır.
- King'e göre Fransa'daki kültürel ulusalcılık diğer Avrupa ülkelerine nazaran daha güçlüdür. Bu durum Fransa'daki sanatsal faaliyetlerden sosyal bilimlere kadar birçok alana yayılmıştır. Bunun bir sonucu olarak da iktisadî konularda da geliştirdikleri görüşler diğer Avrupa ülkelerinden biraz farklıdır(King, 2002, s.152-153).
- İktisadî düşüncenin Fransa'daki geçmişi de Fransa'daki görüşleri farklı kılmaktadır. Deleplace ve Nell'e göre on altıncı yüzyılın ikinci yarısında Bodin ile Malestroit arasında fiyat artışlarına yönelik

* Vurgu Rochon'a ait.

yapılan tartışmalarda para merkezi konumdadır. Ayrıca yine Miktar Teorisi'ne zıt bir şekilde MB'nin ekonominin ihtiyaç duyacağı parayı piyasaya sunması gerektiğine dair geleneksel tartışma da Fransa'da ekonomi içindeki bir akım olarak parayı ön plana çıkarmıştır.

- Quesnay'ın meşhur Ekonomik Tablosu da ekonominin yeniden üretilebilmesi için sınıflar arasındaki parasal akımların yeterli olması gerektiği varsayımına dayanmaktaydı.

Neo Post Keynesyenler Parasal Döngüselciler olarak da isimlendirilmektedir. Döngüselciler, diğer iki grup Post Keynesyenler'in (Yapısalcıların ve Uyumcuların) ileri sürdükleri Keynes tanımlamasını kabul etmezler. Döngüselcilere göre Keynes daha radikaldir ve heterodoks iktisat içerisinde bu radikal kimliği ile tanımlanmalıdır. Ayrıca Döngüselcilere göre diğer iki grup Post Keynesyenler, daha çok para-belirsizlik ilişkisi, varlıkların fiyatlandırılması, likidite tercihi ve para arzı üzerinde durmuştur. Ancak paranın kredi olarak ekonomiye nasıl girdiği, nasıl dolaşımında kaldığı ve sistemden tekrar nasıl çıktığı gibi konuları ikincil konular olarak görmüşler, bu konular hakkında daha az açıklama yapmışlardır. Döngüselcilere göre böyle bir yaklaşım eksiktir(Rochon, 1999a, s.2).

5-3-1- Neo Post Keynesyenlerin Para Ve Ekonomi Hakkındaki Düşünceleri

Neo Post Keynesyenler, parasal üretim ekonomisi görüşünü kabul ederler ve paranın ekonomi içerisine üretim süreci tamamladıktan sonra değil üretimin hemen başında girdiğini ileri sürerler. Paranın ekonomi içerisinde var olması hem sistemin çalışmasını hem de sistemin içindeki iktisadî karar birimlerinin davranışlarını etkileyecektir(Graziani, 1990, s.8). Para bu bağlamda üretim sürecinin başından sonuna kadar vardır ve üretimin bir parçasıdır; mallar içinde bir mal değildir ve en önemlisi de para sosyal bir kurumdur(Devorey, 1984, s.383). Lavoie, Neo Post Keynesyen Okul'un beş temel görüşünün olduğunu belirtmektedir. Bunlardan bazıları Post Keynesyenler tarafından da kabul edilmektedir. Bu görüşler şunlardır(Lavoie, 1992, s.150)

Paranın ekonomiye girmesi mübadeleden değil üretimden kaynaklanır. Kapitalist ekonomilerinin temel özelliği üretimin, sistemin merkezinde olmasıdır. Üretim daima finansmanı gerektirir.

- Üretim sürecinde hem çıktı üretilir hem de gelir akımları oluşur. Para bu süreçte sisteme girer. Paranın sisteme girmesi bankaların verdikleri krediler sayesinde olur. Verilen krediler de ikinci aşamada bankalardaki mevduatları oluşturur. Burada kredilerle mevduatlar arasındaki nedensellik ilişkisi yerleşik iktisatta sunulandan taban tabana zıttır.
- Para sosyal bir gelenektir (social convention). Yani toplum üyelerinin tümü nelerin para olacağına dair kendi aralarında anlaşmışlardır. Mal özelliği taşımayan nesnelere de paradır. Para bu bağlamda ekonomideki bir mal değildir.
- Para bir değer saklama aracı değil bir akımdır. Dolayısıyla para talebini açıklamak için portfolyo tercihini kullanmak yanlış bir uygulamadır. Bu görüş Post Keynesyenler içindeki Horizontalistlerin kabul ettikleri ancak Yapısalcıların kabul etmedikleri bir görüştür.
- Para sistem için içseldir. MB'nin kararlarıyla miktarı değişmez veya helikopterden atılan bir nesne de değildir. İktisadî sistemdeki üretim birimlerinin kararları neticesinde sisteme girer veya sistemden çıkar.

Neo Post Keynesyenler, para ile kredi arasında ayırım yaparlar. Buna göre kredi, para değildir. Çünkü bir bankanın firmalara ya da hane halklarına verdiği krediler bankanın aktifinde yer alır. Hane halklarının veya firmaların bankadaki mevduat hesapları ise bankanın pasifinde yer alır ve bankanın yükümlülüğüdür. Yükümlülükler içinde aynı zamanda banknotlar da yer alır. Dolayısıyla kredi ve para aynı şey değildir(Lavoie, 1992, s.153).

5-3-2- Neo Post Keynesyenlere Göre Paranın İktisadî Sisteme Girmesi Ve Sistemden Çıkması

Paranın iktisadî sistem içerisine girmesi ve sistemden çıkması bir takım aşamaları takip ettikten sonra gerçekleşmektedir(Rochon, 1999b, s.7-13; Graziani, 1996, s.145-147);

- Birinci aşama üretim ve yatırım kararlarının alındığı aşamadır. Bu aşamada firma yakın gelecek için bir takım beklentilere girer ve bu beklentileri doğrultusunda üretim kararı alır. Eğer beklentiler olumlu ise üretim ve yatırımlar artar, kötü ise azalır. Bu aşamada firmalar üretim sürecinden elde edecekleri gelir akımları hakkında değerlendirmelerde bulunurlar ve bu değerlendirmelere bağlı olarak ne kadar üretim yapacaklarına, bu üretimin gerçekleştirilmesi için ne kadar yatırımda bulunacaklarına, ne kadar emek kiralayacaklarına vb. konulara yönelik kararlar alırlar. Daha sonra üretim maliyetlerini hesaplarlar ve bu maliyetleri karşılayacak krediler için bankalara başvururlar.
- İkinci aşamada firmalar bankalardan kredi talebinde bulunurlar. Bankalar burada kilit noktadadır. Firmalardan gelecek olan kredi taleplerinin geri çevrilmesi durumunda üretim süreci başlamayacak ve üretim süreci sonunda oluşması beklenen gelir akımları oluşmayacaktır. Eğer banka kredi vermeyi kabul ederse para da yaratılmış olacaktır. Şöyle ki banka firmanın kredi talebine olumlu cevap verdikten sonra firmanın bankadaki hesabına mevduat olarak kaydedilir. Verilen kredi, mevduat olarak kaydedildiğinde para da yaratılmış olmaktadır. Kredinin hangi mevduat türü olarak kaydedildiği önemli değildir. Çünkü hem vadeli hem de vadesiz mevduatlar para olarak kullanılabilir. Dolayısıyla kredideki artış mevduatlarda ve para arzında artışa neden olacaktır. Ancak para arzındaki bu artış geçicidir. Para arzındaki artışın kalıcı olup

olmaması sürecin sonunda hane halklarının davranışlarına bağlı olarak belirlenecektir.

- Üçüncü aşama bankaların karar aşamasıdır. Aslında bu bir aşama değildir ancak Rochon bankaların kredi verip vermeyeceklerine yönelik olarak verecekleri kararı önemseydiği için bankaların kararlarını da bir aşama olarak göstermektedir. Burada bankaların da aynen kar elde etmek isteyen firmalar gibi hareket edecekleri ve kredi talebine pasif bir şekilde cevap vermeyecekleri vurgulanmaktadır. Bankalar da firmalarla aynı iktisadî ortamı paylaşmaktadır. Bankaların da beklentileri vardır ve geleceğin belirsizliği bankalar için de geçerlidir. Bankalar bu iktisadî koşullar altında kredi taleplerine cevap verecektir. Genellikle güvenilir müşterilerin kredi talepleri geri çevrilmeyecektir. Güvenilir müşteri ne kadar fazla olursa gelen kredi taleplerine de o ölçüde cevap verilecektir. Bankaların davranışları konusunda burada ileri sürülen görüşler Yapısalcı Post Keynesyenler tarafından ileri sürülen görüşlerle örtüşmekte ancak Uyumcu Post Keynesyenler tarafından ileri sürülen görüşlerden farklılaşmaktadır.
- Dördüncü aşama bankaların firmalara kullandırdıkları kredilerin, firmalar tarafından emeğe, sermayeye, hammadde sahiplerine vb. ödenmesidir. Para bu aşamada piyasaya çıkar. Bu aşama sisteme paranın aktığı aşamadır ve paranın akım olmasına neden olur. Eğer bu aşamada üretim faktörlerine bir ödemedede bulunulmaz ise para piyasaya çıkamayacak ve dolaşım gerçekleşmeyecektir. Aslında bu aşama hem paranın dolaşıma çıktığı aşamadır hem de firmalar tarafından üretilen ürünlerin satışını sağlayacak gelirin de oluştuğu aşamadır. Bu aşamada kaynaklanacak aksamalar tüm sistemi kilitleme potansiyeline sahiptir.
- Beşinci aşamada, üretilen mallar satılır, üretimi gerçekleştiren birimlerin karları oluşur, bankalardan alınan krediler geri ödenir ve

para tekrar sistemden geri çekilir ki bu duruma paranın yok olması denilir. Son aşamada hane halkları elde ettikleri gelirin bir kısmını tüketip bir kısmını da tasarruf ederler. Bu aşamada tasarrufların nasıl kullanılacağı para arzının artıp artmayacağını belirleyecektir. Tasarruflar ya menkul kıymet satın alımında ya da hane halklarının banka bîlânçolarında atıl şekilde tutulacaktır. Tasarrufların hangi şekilde tutulacağı ise hane halklarının likidite tercihlerine ve kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranları arasındaki farka bağlıdır. Ancak hane halklarının geleceğin belirsizliğine yönelik düşünceleri ile oluşturacakları likidite tercihi kısa vadeli ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki farktan daha önemlidir. Burada tanımlanan likidite tercihi hane halklarının elde ettikleri geliri tüketim ve tasarruf şeklinde ikiye ayırmalarıyla ilgili bir karar değil sadece tasarrufların nasıl değerlendirileceğine yönelik bir karardır. Burada, nihai aşamada, para stoku hane halkları tasarruflarını banka hesaplarında tuttuklarında artacaktır. Bu da aslında para arzının stok para talebine bağlı olarak belirleneceği anlamına gelmektedir.

Neo Post Keynesyenler, Post Keynesyenler içinde Moore ve takipçilerinin görüşlerini, bankalar hakkındaki düşünceleri hariç, daha çok benimserler. Neo Post Keynesyenlere göre de, MB'nin asli görevi mali sistemin istikrarını sağlamak ve dışsal olarak belirlediği faiz oranlarına bağlı olarak bankalardan gelecek kredi taleplerini karşılamaktır. Bu çerçevede faiz oranlarının belirlendiği para piyasaları olgusunu da reddederler. Merkez Bankası sadece finansal sistemin iyi işlemlerini sağlayan bir kurum olarak değil aynı zamanda parasal döngü içerisinde var olan bir kurum olarak da son derece önemli bir rol oynamaktadır ve parasal döngü içerisinde bankalarla Merkez Bankası arasındaki ilişki devamlı vardır(Rochon, 1999a, s.17).

Neo Post Keynesyenler belirsizlik konusunda diğer Post Keynesyenler'den farklı düşünmektedir. Özellikle Yapısalcı Post Keynesyenler dönem başında gerçekleştirilen karar verme konusuna önem verirler ve belirsizlik bu noktada çok önemlidir. Ancak Neo Post Keynesyenler daha çok dönem sonu konularına önem

verdikleri için belirsizlik üzerinde çok fazla durmazlar. Wray'a göre belirsizliğe yönelik bu tutum Post Keynesyenlerle Neo Post Keynesyenler arasındaki önemli farklılıklardan birisidir(Wray, 1996a, s.440).

İKİNCİ BÖLÜM

YAPISALCI POST KEYNESYEN İÇSEL PARA ARZI YAKLAŞIMI

1- YAPISALCI POST KEYNESYENLER VE J.M. KEYNES

Yapısalcı Post Keynesyenler, daha önceki bölümlerde de kısmen değinildiği üzere, geliştirdikleri analizlerini Keynes'in çalışmalarına dayandırmaktadırlar. Uyumcu Post Keynesyenler, Keynes'in GT'yi yayımlamadan önceki çalışmalarını kendileri için temel almakta ve Keynes'in GT ve sonrasında yaptığı çalışmaların içsel para arzı yaklaşımından bir sapmayı ifade ettiğini ileri sürmekte iken, Yapısalcı Post Keynesyenler, GT ve sonrasındaki çalışmaların içsel para arzından bir sapmayı temsil etmediğini ileri sürerler. Yapısalcılara göre Keynes'in 1923'den 1940'lara kadar yaptığı çalışmalar arasında para arzının içselliği anlamında bir kopukluk yoktur. Keynes, GT'de, daha çok teknik nedenlerden dolayı para arzının belirlenmesini ve diğer teknik parasal detayları bir kenara bıraktığını ifade etmiştir. Keynes'in GT'deki amacı para arzı veri iken para talebinin, özellikle spekülative para talebinin, faiz oranlarının belirlenmesindeki rolünü ortaya koymaktı. Gelen yoğun eleştirilerden sonra Keynes daha sonra yapmış olduğu çalışmalarda teknik parasal detaylara tekrar dönmüş ve para arzının içselliği ile ilgili görüşlerini sunmuştur (Keynes, 1973b, Aktaran Wray, 1992, s.1158).

Yapısalcı Post Keynesyenler, Keynes'in 1936 yılından önceki çalışmalarını da kabul etmelerine rağmen, asıl olarak GT'yi ve sonrasındaki çalışmalarını temel alırlar. Bu bağlamda Likidite Tercihi Teorisi ve Finansman Güdüsüyle Para Talebi, hane halklarının ve bankaların belirsizlik koşulları altındaki davranışları gibi konular Yapısalcıların, içsel para arzı yaklaşımında ele aldıkları başlıca konulardır.

Uyumcu Post Keynesyenler, Likidite Tercihi Teorisi'ni içsel para arzı ile uyuşmadığı gerekçesiyle reddetmekte iken Yapısalcılar likidite tercihinin içsel para arzı yaklaşımı ile uyuştuğunu ileri sürerler. Yapısalcı İçsel Yaklaşım'da para talebi önemli bir yere sahiptir. Yapısalcı içsel yaklaşımı savunanlar, Keynes'in GT'sini referans olarak aldıkları için, para talebi ile ilgili olarak GT'de geliştirilen görüşleri kabul

ederler. Wray' göre, Uyumcu Post Keynesyenlerin, içsel para arzı yaklaşımı ile uyuşmadığı için likidite tercihini reddetmeleri aslında likidite tercihinin eksik yorumlanmasından kaynaklanmaktadır. Likidite tercihini sadece basit para talebi teorisi olarak yorumlamak eksik bir yorumdur. Likidite Tercih Teorisi bir taraftan para talebi teorisi iken diğer taraftan genel bir varlık fiyatları teorisidir. Likidite Tercih Teorisi bu şekilde yorumlandığında hem içsel para arzı hem de içsel faiz oranları ile uyuşmaktadır(Wray, 2004a, s.8).

2- YAPISALCI YAKLAŞIMDA PARANIN TANIMLANMASI VE PARANIN ÖZELLİKLERİ

2-1- Paranın Tanımlanması

Paranın tanımlanması ve tarihsel süreç içerisinde nelerin para olarak kullanıldığının açıklanması, birbirinden farklı iki yaklaşıma bağlı olarak yapılmaktadır. Bu iki farklı yaklaşım Çartalizm (Chartalism) ve Metalizm (Metallism) olarak isimlendirilmektedir. Her iki yaklaşımın da amacı paranın bir tarih ve mantık çerçevesi içerisinde kaynağını, doğasını ve değerini açıklamaya çalışmaktır(Rossi ve Klimaszewski, 2006, s.1).

Tarihsel süreç içerisinde nelerin para olarak kullanıldığını, paranın değerini nelerin belirlediğini ortaya çıkarmak oldukça zor bir iştir. Çünkü bu süreçte bu konu hakkında çalışan iktisatçıların ön kabulleri belirleyici olmaktadır. Yerleşik iktisatçılar, parayı nötr bir mübadele aracı olarak kabul ettikleri için tarihsel süreç içerisinde de mübadele aracı olarak kullanılan nesnelerin para olduğunu ileri sürmektedir. Yerleşik iktisatçıların dışındaki iktisatçılar ise paranın nötr olmadığını ve hesap birimi olma fonksiyonunun mübadele aracı olma fonksiyonundan daha önemli olduğunu kabul ettikleri için tarihsel süreç içerisinde hesap birimi olarak kullanılan nesnelerin para olduğunu ileri sürmektedirler. Bu çerçevede yerleşik iktisatçıların Metalist Görüşü ve Post Keynesyen iktisatçılarındaki Çartalist (Chartalist) Görüşü kabul ettikleri söylenebilir.

2-1-1- Metalist Görüş İçerisinde Para

Metalist görüş, paranın gelişimini mal para sistemi içerisinde ele alır. Bu görüşe göre para, takasın getirmiş olduğu zorlukları ortadan kaldırmak ve işlem maliyetlerini düşürmek için kullanılan bir nesnedir. Mübadelelerde, taraflar arasında eşitlik vardır ve herkes kendi özgür iradesiyle mübadelelere girmektedir(Henry, 2004, s.79). Metalistlere göre paranın var olma nedeni mübadelelere aracılık etmektir. Ekonomiler geliştikçe, takasta zorunlu olan isteklerin karşılıklı olarak uyuşması (double coincidence of wants) zorunluluğu mübadelelere engel olmakta bu da ekonominin gelişmesini yavaşlatmaktaydı. Para, mübadelelere aracılık ederek isteklerin karşılıklı olarak uyuşması zorunluluğunu ortadan kaldırmıştır. Toplumu oluşturan bireyler, paranın getirmiş olduğu bu kolaylığı gördükleri için mallar içerisindeki bir malın para olarak kullanılması üzerinde bir uzlaşma sağlamışlardır. Para olarak kullanılan nesne, diğer mallar gibi bir mal olduğu için mal para olarak isimlendirilmiştir. Mal para, para olarak kullanılsa bile, bir değere sahiptir(Bell, 1998, s.1-2).

Paraya değerini veren şey de bu maddi yöndür yani bir mal olmasıdır. Ayrıca metalist yaklaşım içerisinde para, piyasaların oluşumundan sonra ortaya çıkmıştır. Para, piyasalardaki takasın zorluklarının üstesinden gelmek için icat edilmiş maddi bir varlıktır(Rossi ve Klimaszewski, 2006, s.1).

Klasik İktisat'tan günümüzdeki Yeni Klasik İktisat'a kadar birçok yaklaşımı içinde barındıran yerleşik iktisat da paranın yansız olduğunu kabul eder ve yerleşik iktisatçıların geliştirdikleri bütün analizler paranın yansız olduğu varsayımı üzerine kuruludur; bütün ekonomik kararlar reel değişkenlere bakılarak alınır ve bireylerde para aldanması yoktur. Piyasalar, tam bilgiye sahip rasyonel iktisadî bireylerin kararları altında işler ve paranın miktarı dışsal olarak Merkez Bankası tarafından belirlenir. Aralarında farklılıklar olmakla beraber yerleşik iktisat içerisinde çalışan iktisatçıların hemen hemen tümü bu varsayımları kabul ederler.

Bu görüşe katılmayan iktisatçılar ise paranın nötr olmadığını ve paranın miktarının piyasa tarafından da belirlenebileceğini ileri sürmüşlerdir. Ancak paranın piyasa tarafından belirlenebilmesi için tanımının doğru yapılması gerekmektedir ki

yerleşik iktisatçılar dışındaki iktisatçılar öncelikle para konularını sosyal ilişkiler ağı içerisinde ele alır ve paranın reel etkiler meydana getireceğinin altını çizerler.

2-1-2- Çartalîst Görüş İçerisinde Para

İkinci görüş ise parayı sosyal ilişkiler ağı içerisinde ele alır ve bu bağlamda paranın hesap birimi olma özelliği üzerine vurgu yapılır. Para her şeyden önce borç ve alacak işlemleri neticesinde ortaya çıkan bir şeydir. Paranın ilk fonksiyonu borç ve alacak işlemlerini mümkün kılmasıdır. Bu işlevi yerine getiren bir nesnenin mübadelelere aracılık etmesi de mümkündür ancak mübadelelere aracılık etme fonksiyonu paranın tanımlanması için gerekli değildir. Dolayısıyla para, borç ve sorumlulukları göstermektedir(Henry, 2004, s.80). Para her şeyden önce bir borçtur ve borcun ortaya çıkabilmesi için parasal anlaşmaların gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Ayrıca para, toplumun belirli bir sosyal norm alması neticesinde ortaya çıkmıştır ki bu sosyal normun belirleyici niteliği özel mülkiyetin olmasıdır. Post Keynesyenlere göre özel mülkiyet olmadan parasal anlaşmalar yapılmayacak ve para ortaya çıkmayacaktır(Wray, 1996a, s.441).

Çartalîst yaklaşıma göre paranın geçerlilik kazanması kurumlara ve kanunlara bağlıdır. Bu çerçevede içerisinde devlet, paranın ortaya çıkmasında ve değer kazanmasında son derece önemli bir yere sahiptir. Paranın değerinin belirlenmesinde, özellikle kağıt para, paranın değeri içerdiği ya da temsil ettiği madene göre değil onu ihraç edenin gücüne bağlıdır(Rossi ve Klimaszewski, 2006, s.3).

2-1-2-1- Tarihsel Süreç İçerisinde Para

Paranın tarihini inceleyerek ilk olarak nasıl kullanıldığına dair bir şeyler söylemek spekülâtif olmaktan öteye geçmeyecektir. Tarihsel verilerden bir şeyler elde etmek mümkün ise de hiçbir açıklama paranın tarihine ilişkin gerçeği tam ve eksiksiz olarak veremeyecektir. Bu çerçevede içerisinde paranın tarihi ile ilgili olarak söylenecek şeyler mutlak gerçekliği yansıtan şeyler olmaktan uzaktır en azından yazılı tarihe kadar

olan dönem için. Paranın tarihine ilişkin olarak yapılan çalışmalar bu çalışmayı yapan araştırmacının kendi ön kabullerinden etkilenecektir. Bu çerçevede paranın fonksiyonlarından hangisine öncelik verildiği, piyasalar hakkındaki yaklaşımlar vb. etkenler önemli olacaktır. Paranın mübadele aracı olma fonksiyonunu ön plana çıkaran iktisatçı ya da tarihçiler paranın tarihsel süreç içerisinde geçirmiş olduğu aşamaları bu anlayışa bağlı kalarak açıklayacaktır. Yukarıda kısmen verilen Metalist Yaklaşım paranın mübadele aracı olma fonksiyonunu ön plana çıkarmaktadır. Paranın hesap birimi olma fonksiyonunu önemseyen tarihçi ya da iktisatçılar ise paranın tarihsel süreç içerisinde geçirdiği aşamaları borç ve alacak ilişkilerini inceleyerek ortaya koymaya çalışacaklardır. Post Keynesyenlerin savunduğu görüş budur: para her şeyden önce borç ve alacak ilişkilerini mümkün kılan bir hesap birimidir. Post Keynesyen İktisatçılara göre para, tarihçilerin yaptıkları incelemelerden de görüleceği üzere, yazının bulunmasından önce de vardı. Çünkü ilk çivi yazısı kaynaklarındaki kayıtlar incelendiğinde bu yazıların borç ve alacaklara ilişkin kayıtlar olduğu görülmüştür. Yine bu yaklaşıma göre para, piyasalardan da önce vardır ve aslında piyasaların gelişmesi paranın varlığına bağlıdır(Tymoigne ve Wray, 2005, s.1-2).

Paranın tarihsel gelişimini incelerken Çartalst Görüşü savunanların hareket noktaları parayı sosyal ilişkiler ağı içerisinde borç-alacak ilişkileri çerçevesinde tanımlamaya çalışmaktır. Örneğin Innes, Metalist Yaklaşımın paranın tarihine ilişkin verdiği açıklamaları reddetmekte ve paranın tarihinin daha farklı olduğunu ileri sürmektedir. Innes'e göre yerleşik iktisatçılar paranın tarihsel süreç içerisinde geçirmiş olduğu evreleri anlatırken başlangıç olarak paranın kullanılmadığı, ilkel toplum koşullarının ve takas ekonomilerinin geçerli olduğu bir dönemi baz alırlar. Buna göre hayatın giderek karmaşıklaşmaya başlaması ile birlikte takas ekonomisinin işleyişi de giderek zorlaşmıştır. İnsanlar genel bir kabul ile ekonomi içerisindeki bir malı standart olarak kabul etmişler ve bu standart mal üzerinden mübadelelere başlamışlardır. Bu mal ise para olarak adlandırılmıştır. Başlangıçta deniz kabukları, kurutulmuş balık, tuz, sığır ve demir gibi mallar para olarak kullanılmış daha sonra altın ve gümüş gibi madenlerin para olarak kullanımı daha yaygın hale gelmiştir. Özellikle altın ve gümüş dayanıklı madenler oldukları için standart olma özellikleri daha fazladır. Bundan dolayı bu madenler hem mübadele aracı hem de ölçü birimi olarak daha fazla kullanılmıştır.

Ticaretin ve ekonominin daha fazla gelişmesi bu tür madenlerin devlet kontrolünde piyasaya sürülmesini gerektirmiş ve devletler bu konuda sorumlu olmuştur. Bundan dolayı piyasada kullanılan madenlerin üzerinde devletlerin onayını gösteren işaretler yer almıştır. Innes bu süreci anlattıktan sonra bu anlatılanların tarihsel gerçekleri yansıtmadıklarını ve gerçek olmadıklarını ileri sürmektedir(Innes, 2004, s.14).

Innes, paranın kullanımına ilişkin olarak yerleşik iktisatçıların ileri sürdüğü görüşleri çürütmek amacıyla Newfoundland'daki* balıkçıları örnek vermektedir. Newfoundland önceleri sürekli yerleşik bir nüfusun olmadığı ve sadece balık avlanılan mevsimde nüfusun arttığı bir yerdi. Bu mevsimde bölgeye sadece balıkçıları değil tüccarlar da gitmekteydi. Balıkçıları, tüccarlara tuttıkları veya kuruttukları balıkları satar, tüccarlar da balıkçılara gerekli bazı malzemeleri satardı. Balıkçıları, tüccarlara kurutulmuş balıklarını sattıklarında tüccarlar da karşılığında bir çek yazar böylece hesaplar dengelenirdi. Bu işlemler sırasında belirli bir malın para olarak kullanımı söz konusu değildir. Eğer kurutulmuş balık para olarak belirlenmişse, balıkçıları da tüccarları da mübadele sırasında kurutulmuş balığı kullanmaları gerekmektedir ki Innes bunu açık bir saçmalık olarak nitelendirmektedir. Innes'e göre, paranın olabilmesi için fiziksel bir varlığın olması gerektiğine dair yaygın kabuller hesap biriminin mutlaka standart değeri olan metal bir varlığa dayandırılması gerektiğine dair insanlarda bir ön kabul oluşmasına neden olmaktadır. Oysaki paranın tanımlanabilmesi için mutlaka değerli bir metalin standart olarak alınmasına gerek yoktur ve tarihsel bulgular da bir para biriminin değerli metale dayandırıldığına ve bir para birimi ile herhangi bir metal arasında sabitleştirilmiş bir ilişkinin olduğuna tanıklık etmemektedir*(Innes, 2004, s.16).

Wray, sosyal sınıflar arasındaki ilişkilerin paranın tanımlanmasında ve paranın işlevlerinin açıklanmasında oldukça önemli olduğunu ileri sürmektedir (Wray, 2004b, s.1). Bazı yazarlar, çağdaş dilde para ile ilişkili olarak kullanılan bazı kelimelerin etimolojik kökenlerine dair incelemelerde bulunmuştur. Örneğin Hudson(2004, s.99)

* Kuzey Amerika Kıtası'nın doğu sahillerinde bir ada.

* Innes bu makalesinde tarihsel süreç içerisinde kullanılan çeşitli metallerin olduğunu ve bunların standartlarının ve bazılarının içerdikleri altın oranlarının hiçbir zaman aynı ölçüde olmadığını ileri sürmektedir. Bunlar için ortalama bir değer bulunmaya çalışıldığını ancak başarılı olunamadığını da anlatmaktadır.

borç kelimesi ile suç kelimelerinin birçok dilde eş anlamlı olduğunu ileri sürmektedir. Herhangi bir suç işlendiğinde suçun diyeti ödenene kadar suçlu karşı tarafa borçludur ve diyet (wergild) direkt olarak suça maruz kalan tarafa ödenmektedir. Buradaki diyet borcunun ve bu borcun ödenmesinin mübadelelerle hiçbir alakası yoktur. Hudson bu örneği borcun, metalistlerin ileri sürdüğü gibi, mübadeleyle alakasının olmadığını göstermek için vermektedir. Ayrıca Güney Mezopotamya'da Milattan Önce 3000 yıllarında Sümerler zamanında geliştirilen muhasebe fiyatlarının takasla alakalı olmayıp sarayla ilişkiler içinde kamusal ücretler ve yükümlülüklerle alakalı olduğu da Hudson tarafından ileri sürülmektedir. O dönemde kullanılan gümüş paraların değerleri aylık arpa istihkakına ve rekolteye bağlı olarak belirleniyordu. Paranın değeri bu şekilde belirlendikten sonra değer standardı ve ödeme aracı olarak kullanılıyordu. Burada gümüş paranın değerinin içerdiği gümüşe göre değil de kamusal amaçlarla bağlantılı olarak merkezi otorite tarafından belirlenmesi oldukça önemlidir. Çünkü hesap birimi sosyal ihtiyaçlara binaen belirlenmektedir(Hudson, 2004, s.100 ve 111).

Wray(1998, s.71) değer (worth) kelimesinin Almancadaki wert kelimesinden türetildiğini ve wert kelimesinin düğünlerde kız tarafına verilen bir nevi başlık parası anlamını taşıdığını ileri sürmektedir. Wert, kız tarafına kızlarını evlendirmekten dolayı uğradıkları zararın tazmini için ödenen paradır. Buradaki ödemenin takasla veya mübadeleyle aracılık etme ile herhangi bir alakası yoktur.

Tarihsel gelişim içerisinde zamanla suçlara karşılık ödenen diyetlerin yerini merkezi otoritenin de güçlenmesi ile birlikte vergiler ve diğer ödemeler almıştır. Demokrasilerin, otoriter rejimlerin yerini almaya başlaması ve sivil toplumun giderek yaygınlaşması ile birlikte suçların, cezaların ve armağanların yerini vergiler almaya başlamıştır. Buradaki önemli gelişme toplum üyelerinin birbirlerine karşı borçlarının evrensel bir hal alarak vergi şekline bürünmesi ve verginin de hem devlet tarafından salınması hem de devlete ödenmesidir. Bundan sonraki aşamada ise vergi yükümlülüklerinin hesap birimi açısından standart bir hale getirilmesi vardır ki bu standart hesap birimi işlevini yerine getiren nesne paradır. Dolayısıyla vergiler de dâhil devlete yapılacak ödemelerin standart bir değer ile yapılması gündeme gelmiş ve bu standart da para olarak adlandırılmıştır(Tymoigne ve Wray, 2005, s.2).

Bu noktada sorulması gereken soru şudur: bu standart birimin değerini belirleyen ne idi? Değerin belirlenmesi merkezi otoritenin inisiyatifi altında belirlenmektedir. Hudson'a göre ilk parasal birimler M.Ö. 3000 yıllarında Sümerlerin saraylarında geliştirilmiştir(2004, s.111). Merkezi otoritenin olması bu otoriteye karşı vergi ödeneceği anlamına gelir. Vergilerin gelişmesi ile birlikte hesap biriminin standart hale getirilmesi söz konusu olmuştur. Buradaki standart değer genellikle tahıl üzerinden belirlenmekte ve örneğin 450 gr tahıl bir değer olabilmekteydi. Bu değerler mina, pound, shekel olarak adlandırılmaktadır. Vergiler, bu değer birimi temel alınarak belirlenmekte ve bir köyün ödeyeceği vergi tutarı bu şekilde hesaplanmaktaydı. Daha sonraki dönemlerde saray çevresi, sarayın ihtiyacı olan mal ve hizmetlerin elde edilmesinde alınan vergilerin kullanılabilceğinin farkına varmıştır. Yani standart hale getirilen hesap birimi olan para, sarayın ihtiyaçlarının karşılanması için halka ödeme olarak yapılıyor aynı zaman da halkın vergi borçlarının bu parayla yapılması da kabul ediliyordu. Bu para halk arasındaki borç ve alacak işlemlerinde de kullanılmaya başlamıştır. Bu da daha sonraki dönemlerde piyasaların ortaya çıkmasına yol açmıştır. Dolayısıyla para, piyasaları öncelemektedir. O halde para merkezi otoriteye karşı sorumluluklar neticesinde kullanılmaya başlanmıştır ve bu haliyle türev bir araç sayılabilir çünkü borçlardan türemiştir. Dolayısıyla, paranın ortaya çıkma süreci takasın zorluklarından kurtulmak için belirli bir malın ortaya çıkmasına indirgenemez. Parayı ortaya çıkaran süreç borcun oluşma sürecidir(Bell v.d, 2004, s.6-7). O dönemlerde gümüş paraların kullanılması nasıl açıklanacaktır? Hudson'a göre gümüş paraların değerleri içerdikleri metalin değerine göre belirlenmemektedir. Örneğin gümüşün shekel ağırlığı 240 arpa tanesine eşittir ve bu değer yıldan yıla ihtiyaca binaen değişebilmektedir(Hudson, 2004, s.111).

İsveç iktisat tarihine ilişkin Ogren tarafından verilen bilgiler para ile devlet ilişkisini destekler niteliktedir. Ogren, 1789–1883 yılları arasında hem İsveç Merkez Bankası (Riksbank) tarafından hem de Ulusal Borç Ofisi (National Debt Office, Hazine) tarafından ihraç edilen iki tür para olduğunu bildirmektedir. Bunlar; Merkez Bankası tarafından ihraç edilen banknotlarla, Hazine tarafından ihraç edilen tahvillerdir (promisory notes). Tahviller başlangıçta faiz geliri sağlamakta iken sonradan bu faiz geliri kalkmıştır. Ancak bu tahviller faiz getirisi sağlamadığı dönemde bile vergi

ödemeleri de dâhil piyasadaki birçok ödemede kullanılmış ve halk tarafından kabul görmüştür. Ve bu tahvillerin değerli bir metale dayandırılması söz konusu değildir. İki kurum tarafından ihraç edilen bu iki parayı Ogren “Paralel Paralar” olarak isimlendirmektedir(Ogren, 2005, s.2). Ogren’in, İsveç para tarihine ilişkin vermiş olduğu bu bilgiler, nelerin para olarak kullanılabileceği ve bu paraların değerini nelerin belirleyeceği konusunda Çartalîst Görüşü desteklemektedir. Çünkü Hazine tarafından ihraç edilen tahvillerin ödeme aracı olarak da kabul edilmesindeki asıl etken bu tahvillerin vergi ödemelerinde de kabul edilmiş olmasıdır. Dolayısıyla devlete karşı yükümlülüklerin yerine getirilmesini sağlayan bir araç aynı zamanda piyasada da kabul görecektir.

Sosyal ilişkiler ağı içerisinde bir ekonomik işlemin iki tarafı vardır: taraflardan birisi belirli bir malı teslim etmeyi diğeri de bu mal karşılığında bir ödemede bulunmayı taahhüt eder ve anlaşmaya dayalı bir ilişki ortaya çıkar. Dolayısıyla her iki taraf da belirli bir yükümlülük altına girer. Taraflardan birisi yükümlülüğünü yerine getirmediği takdirde, diğeri taraf yükümlülüğün yerine getirilmesini sağlamak amacıyla devlete başvurabilir. Devlet burada anlaşmaya dayalı yükümlülüğün yerine getirilmesini sağlayacak bir araç geliştirmiştir ki bu araç kanuni paradır. Nelerin kanuni para olacağını ise devlet belirler(Carvalho, 1992, s.101). Günümüzde devletler, Hazine tarafından ve Merkez Bankası tarafından ihraç edilen banknotları, bir takım madeni metalleri ve bankaların rezervlerini para olarak kabul etmekte ve toplumun devlete karşı ve toplumdaki bireylerin birbirlerine karşı yükümlülükleri yerine getirmesinde bu nesnelerin para olarak kullanılmasını istemektedir(Wray, 2004b, s.6).

Para, bu şekilde bakıldığında tarihsel süreç içerisinde hep vardı ve asıl işlevi borç ve alacakları mümkün kılması idi. Borç ve alacak ilişkilerini mümkün kılan para bu haliyle sistemin kendi iç çalışmaları neticesinde ortaya çıkmaktadır: para arzı sistemdeki ilişkiler neticesinde belirlenir. Para arzı bundan dolayı içseldir ve tarihsel olarak da hep içseldi. Yapısalcı Post Keynesyenler içinde Wray’ın öncülük ettiği bir grup, para arzının daima içsel olduğunu ve sistem tarafından belirlendiğini ileri sürmektedir. Yapısalcı Post Keynesyenlerin bir grubu ise finansal sistemlerin gelişmesinin para arzının içselleşmesine yol açtığını ileri sürmektedir. Chick bu

iktisatçılardan birisidir. Aşağıda önce Chick'in finansal gelişmeyle para arzının içselliği arasındaki ilişki hakkındaki görüşleri verilecek daha sonra Wray'ın finansal gelişmeyle para arzının içselliği arasındaki görüşleri anlatılacaktır.

2-1-2-2- Victoria Chick ve Bankacılığın Gelişmesi

Chick(1995, s.412-428) para arzının içselliğini İngiltere'deki bankacılık sisteminin tarihsel gelişimi içinde ele almaktadır. Tarihsel süreç içerisinde bankalar 5 aşamadan geçmişler ve para arzı bu süreç içerisinde içselleşmiştir. Süreçler arasındaki geçişler ani kırılmalar şeklinde değildir ancak her bir süreç kendini diğer süreçlerden ayıran özelliklere sahiptir. Chick'in buradaki görüşleri kendi yazısından özetlenerek alınmıştır.

Birinci Aşama: Bu aşamada çok sayıda ancak küçük ölçekte banka vardır. Bankaların yükümlülükleri ödeme aracı olarak kullanılmamakta ve para arzı dışsal olarak belirlenmektedir. Bankalar, tasarrufların yığıldığı havuz gibidir. Banka yükümlülükleri ödeme aracı olarak kullanılmadığı için, bankaların kredi verebilme kapasiteleri tamamen bankaların topladıkları mevduatlar tarafından belirlenir. Dolayısıyla bankalar kredi vermek için rezervlere, rezerv ayırmak için de mevduatlara muhtaçtırlar. Mevduatlar D, rezervler R ve krediler L olmak üzere, krediler ve mevduatlar arasındaki ilişki şu şekildedir:

$$\Delta D \rightarrow \Delta R \rightarrow \Delta L$$

Bu aşamada bankadan kredi kullanmak tamamen mevduatlar tarafından belirlendiği için ve mevduatlar da büyük ölçüde tasarruflardan oluştuğu için tasarruflar mevduatları oluşturur. Bu aşamada kredilerle mevduatlar arasındaki temel özellik sistemden kredi çıkışı olduğunda sistemin kredi verebilme kapasitesinin daralmasıdır.

İkinci Aşama: Bu aşama banka sayısının azaldığı ancak banka ölçeğinin genişlediği aşamadır. Bankalara güven her geçen gün artmaktadır ve bankalar belirli alanlarda uzmanlaşmıştır. Bankaların belirli alanlarda uzmanlaşmaları riskleri

dağıtmakta ve aynı zamanda sistemden kredi çekildiğinde sistemdeki mevduatlar azalmamaktadır. Bu durum mevduatların(yükümlülüklerin) ödeme aracı olarak kullanılmasını sağlamıştır.

Bankalardaki mevduatların ödeme aracı olarak kullanılması sistemdeki mevduatların kredi kullanımını sonucu azalmasını engellemektedir. Çünkü bir bankanın verdiği kredi diğer bankanın mevduatını oluşturmaktadır. Bankalar arasındaki bu ilişki birinci aşamadaki mevduat-kredi ilişkisinde değişikliğe neden olmaktadır. Artık rezervler kredileri, krediler de mevduatları oluşturmaktadır:

$$\Delta R \rightarrow \Delta L \rightarrow \Delta D$$

Rezervlerle krediler arasındaki bu ilişki artık yatırımların tasarruflardan fazla olmasına neden olmaktadır. Çünkü banka mevduat çarpanı sayesinde mevduatlar kendilerinden büyük işlemlerin finansmanında kullanılabilirlerdir.

Bu aşamada mevduatların ödeme aracı olarak kullanılabilmesine rağmen sistem yine de MB'nin kontrolü altındadır. Çünkü sistemdeki rezervlerin elde edilmesi için Merkez Bankası kaynaklarına ihtiyaç vardır.

Üçüncü Aşama: Üçüncü aşamada mevduatlar kredi olarak kullanılmaya devam etmektedir. Bu aşamanın ayırt edici özelliği bankalararası para piyasasının gelişmiş olmasıdır. Bankalararası piyasalar geliştiği için bankalar elde etmiş oldukları rezervleri daha etkin kullanabilmektedir ve mevduat çoğaltanı daha hızlı çalışmaktadır.

Dördüncü Aşama: Dördüncü aşamanın temel niteliği MB'nin son ödünç veren mercii (lander of last resort) olma fonksiyonunu yerine getirmesi ve bu fonksiyonun gerektireceği sorumluluğu tam olarak kabullenmesidir. Dolayısıyla finansal sistem MB'nin garantisini taşıdığı için bankalar kredi verirken daha rahat davranacaktır. Çünkü kredi vermek için ek rezervlere ihtiyaç duyulduğunda Merkez Bankası belirli bir bedel karşılığında bu ek krediyi bankalara sağlayacaktır. Bankaların Merkez Bankası'ndan ek kredi talebinde bulunmaları büyük oranda kredilerden elde edecekleri kar düzeyine bağlıdır. Eğer bankalar kredi vermeyi karlı bulmuyorlarsa Merkez Bankası'ndan ek rezerv talebinde de bulunmayacaklardır. Kredi faaliyetlerinin

karlı olup olmaması da kredi talebinin esnekliğine bağlı olarak belirlenecektir. Dolayısıyla bu aşamada nedensellik ilişkisi aşağıdaki gibi olacaktır:

$$\Delta L^d = \Delta L \rightarrow \Delta D \rightarrow \Delta R$$

Bu ilişkiye göre kredi talebi sistemdeki toplam kredi miktarını belirlemektedir. Krediler mevduatları, mevduatlar da sistemdeki rezervleri belirlemektedir.

Bu aşamada para arzının içselliği ile ilgili olarak şu nokta önem kazanmaktadır: sistemde para arzının artması temel olarak kredi talebine bağlıdır. Ancak talep edilen kredilerin sağlanması hem bankaların hem de MB'nin davranışlarına bağlıdır; bankalar kredi vermeyi karlı bulmazlarsa ve Merkez Bankası da bankalardan gelen ek rezerv gereksinimini karşılamayı reddederse para arzı artmayacaktır. Ancak Merkez Bankası son ödünç veren olma konumunu kabul ettiği için bankalardan gelen kredi taleplerini geri çevirmeyecektir. Ayrıca MB'nin son ödünç veren mercii olarak sistemi güvence altına alması da kredilerin mevduatlardan çok olmasına yol açmaktadır.

Beşinci Aşama: Bu aşamada bankacılık sektörü, yapılan düzenlemeler sonucunda rekabetçi bir yapıya geçmiştir. Bu aşamadan önceki aşamalarda aktif yönetimi önemli iken bu aşamadan itibaren artan rekabetten dolayı pasif yönetimi daha önemli hale gelmiştir. Bankalar hem kendi aralarında hem de diğer finansal kuruluşlarla rekabet içerisine girdiği için mevduatlara yüksek faizler ödenmeye başlanmıştır. Ayrıca artan rekabetten dolayı bankalar bilançolarını önemli ölçüde genişletmiştir. Kâr maksimizasyonundan ziyade satış maksimizasyonu daha önemli hale geldiği için kredi hacmi oldukça genişlemiştir. Bu aşamadaki nedensellik ilişkisi aşağıdaki gibidir:

$$\Delta L^s = \Delta L \rightarrow \Delta D \rightarrow \Delta R$$

Bu aşamada bankalar satış maksimizasyonuna yöneldikleri için sistemdeki krediler, önemli ölçüde kredi arzı tarafından belirlenmektedir. Burada da yine krediler mevduatları, mevduatlar da rezervleri belirlemektedir.

Chick, bu açıklamalarla para arzındaki içselleşmeyi finansal sistemin yapısal gelişmesine bağlamaktadır. Sistem ne kadar gelişmişse, sistemin iç çalışmaları

neticesinde bankaların para yaratabilme kapasiteleri de o ölçüde gelişmiş olacaktır. Sistemin gelişmesi sadece bankaların geliştiği anlamına da gelmez. Banka dışı finansal kurumların gelişmesi de para arzının içsel olarak belirlenmesine yol açacaktır. Çünkü banka dışı diğer finansal kurumların ihraç edecekleri finansal araçlar da yeni bir takım borç ve alacak işlemlerini mümkün kılacaktır. Son yıllarda kredi piyasalarında yaşanan gelişmeler bu doğrultuda olmuş ve Chick'in daha çok bankalar bağlamında ileri sürdüğü görüşler tüm finansal sistem için geçerli olmaya başlamıştır; sistemde finansal kurum ve finansal araç sayısındaki artış para arzının içselliğini artırmıştır.

2-1-2-3- Randall Wray ve Finansal Sistemin Gelişmesi

Chick, yukarıda da anlatıldığı üzere para arzının içselleşmesini ekonominin ve bankacılık sisteminin geçirmiş olduğu bazı aşamalara bağlı olarak açıklamaktadır. Bu çerçevede kurumsal gelişmeler para arzının içselleşmesine neden olmaktadır. Ancak Wray, Chick'ten farklı olarak para arzının, para var olduğundan beri içsel olduğunu dolayısıyla sadece finansal sistemdeki kurumsal gelişmelerin parayı içselleştirmede ileri sürmektedir. Çünkü para, özel mülkiyetin ve parasal sözleşmelerin olduğu günden beri içsel olarak sistemde hep vardır. Paranın içselliğinin kurumsal gelişmelerden bağımsız bir şekilde ele alınmasının nedeni paranın tanımındaki farklılıktan kaynaklanmaktadır. Para her şeyden önce bir borç ve hesap birimidir. Borç ilişkilerinin olduğu yerde de para içseldir. Wray, Batı Avrupa'daki erken dönemlerde ve İslam Toplulukları'nda var olan kredi ilişkilerinin hiçbir zaman mal para ile kısıtlanmadığını ileri sürmektedir. Ayrıca kredi ilişkileri ile parasal ekonomilerin gelişmesi beraber olmuştur. Dolayısıyla üretim, mal paranın miktarından değil kredi ilişkilerinden etkilenmektedir. Örneğin kredi tayinlaması olduğunda üretim bundan olumsuz etkilenmektedir. Kredi tayinlamasının da ana nedeni kar peşinde koşan bankacılarla yine kar peşinde koşan üreticilerin davranışlarının uyuşmamasıdır(Wray, 1990, s.24).

Wray, para arzının içsel olmasını finansal kesimdeki kurumsal gelişmelerden ayırmış olmasına rağmen finansal sistemin gelişmesini de incelemiştir. Wray, tarihsel olarak finansal sistemin gelişmesini incelerken sistemin beş aşamadan geçtiğini ileri

sürmüştür. Wray, bu beş aşamayı sadece konunun daha iyi anlaşılması amacıyla yaptığını, bu beş aşama arasında kesin ayrımların olmadığını da ileri sürmektedir. Wray'a göre(Wray,1996a, s.442-445) bu beş aşama* şöyle gelişmiştir:

- İlk aşama faizinde içinde yer aldığı geleceğe dönük anlaşmaların (forward contract) olduğu aşamadır. Bu aşamada genel bir ölçüm standardı yoktur. Borç ilişkileri genelde fiziksel nesnelere üzerinden yapılmaktadır. Örneğin bugün alınan hububatın karşılığı hasat mevsiminde belirli bir faizle birlikte ödenirdi. Bu aşamada bir hesap birimi yoktur ve sözleşmelerde genellikle iki taraf vardır ve devredilemez senetler söz konusudur.
- İkinci aşama, paranın hesap birimi olarak ortaya çıktığı ve genel bir değer sisteminin olduğu aşamadır. Yani borçlar genel(üniversal) bir şekilde ifade edilebilmektedir. Fiziksel nesne şeklinde alınan kredi, parasal terimlerle ifadelendirilmiş diğer fiziksel nesnelere ödenebilmektedir. Bu aşamada kullanılan genel hesap birimleri arpa ve buğday gibi hububatlardır. Çünkü bunlar bölünebilmekte, bir iki yıl saklanabilmekte, kalite ve ölçü açılarından birbirlerinden çok fazla farklılıklar göstermemektedir. Bu aşamada para tamamen borç alanlarla kredi verenler arasındaki sosyal ilişkiler neticesinde ortaya çıkmaktadır. Wray burada parayı anlaşmaya dayalı bir yükümlülük olarak tanımlamaktadır.
- Üçüncü aşama paranın ödeme aracı ve mübadele aracı olarak ortaya çıktığı aşamadır. Bu aşamada krediler artık ortak bir değer ölçüsü üzerinden verilebilmekte ve senetler üçüncü kişilere devredilebilmektedir. Üçüncü kişilere devredilebilen borç senetlerinin artık sirkülasyonu da söz konusudur. Borç senetlerinin sirkülasyonu ile birlikte para değer saklama aracı olma fonksiyonunu da yerine getirmeye başlamıştır. Bu aşamada herhangi birisi bir

* Burada sıralanacak olan beş aşama Wray'ın belirtilen makalesinden özetlenerek alınmıştır.

başkasına kredi vereceği zaman başkasına ait bir borç senedini devrederek bu işlemi yerine getirmekte borç alan da başkasına ait borç senedini kabul etmektedir. Çünkü piyasada dolaşımda olan borç senetlerinin genel olma özelliği vardır.

- Dördüncü aşama mal paranın geliştiği aşamadır. Mal paranın gelişi görüldüğü üzere kredi paradan sonra olmuştur. Mal paranın gelişmesini teşvik eden ana unsur kredi paranın taşıdığı bazı zorluklardır. Kredi paranın değeri senedi veren kişinin güvenilirliğine bağlıdır. Dolayısıyla kredi paranın değeri senedi ihraç edenin güvenilirliği azaldığında azalacaktır. Oysa mal parada böyle bir durum söz konusu değildir. Mal paranın ödenmeme gibi bir riski yoktur. Ayrıca ekonomide ihraç edilen özel paraların yaygınlaşabilmesi için talep bu paraların istendiğinde mal paraya çevrilebilmesi gerekmektedir. Eğer ihraç edilen özel kredi paralar mal paraya çevrilebiliyorsa o zaman özel kredi parayı ellerinde tutanların kredinin ödenmemesi gibi bir durumdan korkmalarına da gerek kalmayacaktır(Wray, 1996, s.455).
- Beşinci aşama itibari(fiat) paranın geliştiği aşamadır.

Wray burada, paranın ve finansal kurumların gelişimine yönelik olarak yerleşik iktisadın geliştirmiş olduğu bütün argümanlara karşı çıkan bir anlayış sunmaktadır. Wray'a göre takas ekonomisi hiç olmamıştır ve parada meydana gelen gelişmeler piyasaların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Buna göre önce para vardır ve piyasalar sonradan ortaya çıkmıştır.

Para, ikinci aşamadan itibaren sistemin içindedir ve sistem içerisinde ortaya çıkmaktadır. Yani sistemin iyi çalışmasını sağlamak için sisteme dışarıdan katılan bir yağ değildir. Ancak ikinci aşamadaki para, ödeme aracı olarak kullanılan para değildir çünkü ödemelerin zamanı geldiğinde ödemeler fiziksel nesnelere yapılmaktadır. Örneğin büyükbaş hayvanlar üzerinden anlaşılmışsa zamanı geldiğinde ödeme büyükbaş hayvan şeklinde olacaktır. Bu aşamadaki para, yukarıda da değinildiği üzere,

anlaşmaya dayalı yükümlülüktür. Yani bir hesap birimi olarak işlev görmektedir. Değer saklama ve mübadele aracı olması için üçüncü aşamanın gelmesi gerekmektedir.

Üçüncü aşama paranın hesap birimi olmasının yanında ödeme ve değer saklama aracı olarak da ortaya çıktığı aşamadır. Üçüncü aşamanın ayırt edici bir diğer özelliği yine vardır. O da bu aşamadaki paranın büyük ölçüde kredi para olmasıdır. Özel kişiler arasında gerçekleştirilen geleceğe dönük anlaşmalar yoluyla kredi para yaratılmaktadır. Bu aşamada kredi paranın ortaya çıkmasını sağlayan da üçüncü kişilere ait borç senetlerinin ödemelerde kabul edilmesidir.

Wray'a göre parasal anlaşmaların varlığı piyasaların gelişmesine neden olmuştur. Parasal anlaşmaların gelişmesiyle birlikte üç nedenden dolayı parasal anlaşmalar, üretimin piyasaya yönelik olmasına yol açmıştır. Bu nedenlerden birincisine göre, evrensel bir değer ölçüsüne göre tanımlanan para, borç-alacak ilişkilerinde borçların ödenmesinde ödemenin evrensel değer ölçüsüne göre yapılmasını gerekli kılmıştır. Yani fiziksel bir nesne borç verildiyse bunun karşılığı aynı cinsten bir başka nesne değil evrensel değer ölçüsüdür. Örneğin bir inek borç verildiğinde borcun geri ödenmesi evrensel olarak tanımlanmış buğday üzerinden yapılacaktır.

İkinci nedene göre verimli olmayan nesnelere borç verildiğinde bunlar kazanç (faiz, verim) getirmediğinden* bu tür borçların ödenmesi için borç alanın piyasa için üretim yapması ve ürettiklerini piyasada satarak oradan elde edeceği evrensel ödeme aracıyla borcunu ödemesi gerekmektedir. Üçüncü neden özel mülkiyetten yoksun olanların ihtiyaçlarını gidermek için piyasada çalışarak gerekli ücret gelirini elde etmek zorunluluğudur.

Piyasaların gelişmesiyle birlikte borç alacak ilişkilerinde krediler artık para formunda verilir olmuştur: şimdi az para karşılığında gelecekte daha çok para. Bu durum üçüncü aşamada ortaya çıkmaktadır ve paranın bu şekilde borç ilişkilerine

* İnek verimli bir varlıktır. Çünkü yavru yaparak, onu alan kişi için verimli olur. Birçok hububat verimli bir nesnedir çünkü ekimi yapılır ve hasat mevsiminde daha çok hububat elde edilebilir. Ancak Wray'ın verdiği biftek örneğinde olduğu gibi verimli olmayan mallar borç verildiğinde bunlardan, inek ve hububat örneğinde olduğu gibi, bir verim elde etmek imkansızdır. Dolayısıyla bu tür mallar borç alındığında borçlu borcunu ödemek için piyasaya yönelik üretim yapmalı ve piyasadaki evrensel ödeme aracıyla borcunu ödemelidir.

girmesi bankaların bu borç ilişkisinde aracı olma fonksiyonunu yürütmesini olanaklı kılmıştır. Banka ihraç ettiği bir borç senediyle bir kredi verebilmektedir. Bu kredi, borç alan tarafından mübadele aracı olarak, satıcı tarafından da bir ödeme aracı olarak kabul edilecektir.

Beşinci aşamada fiat paranın ortaya çıkmasıyla birlikte finansal sistemin gelişmesi daha farklı bir hal almıştır. Çünkü fiat paranın ortaya çıkmasıyla birlikte finansal sistem piramit şeklini almıştır. Piramidin en tepesinde fiat para, onun altında banka parası ve daha altlarda diğer birimler tarafından ihraç edilen paralar yer almaktadır. Banka dışı özel kesim banka parasını kullanarak hesaplarını denkleştirmekte bankalar da fiat parayı kullanarak hesaplarını denkleştirmektedir.

Wray, günümüzdeki kapitalist piyasa ekonomilerinde de kullanılan paranın büyük oranda kredi paradan oluştuğunu söylemektedir. Birçok üretim sürecinin başlaması için para gereklidir ve bu para kredi paradır. Çünkü firmalar şimdi aldıkları parayı üretim sürecinde kullanmakta ve bu parayı geri öderken daha fazla olarak ödemektedir. Yani şimdiki para gelecekte daha fazla para için kredi olarak verilmektedir. Günümüz ekonomilerinde çoğunlukla mal paradan ziyade kredi paranın kullanılmasını gerektiren ikinci durum kredi-faiz ilişkisidir. Eğer üretim süreçleri krediyi gerekli kılıyorsa ve kredi de faiz içeriyorsa faizlerin ödenebilmesi için parasal ekonominin gittikçe büyümesi kaçınılmaz olmaktadır. Mal para ise devamlı büyüyen bir ekonominin ihtiyaçlarına tam olarak cevap veremeyebilir. Çünkü mal paranın gerekli oranda artırılacağına garantisi yoktur(Wray, 1996a, s.454-455).

2-1-2-4- Devlet Parası Yaklaşımı (State Money Approach)

Metalist görüşe göre piyasadaki paraların değerleri içerdikleri metalin değerinden kaynaklanmaktadır. Kağıt paralar da değerlerini değerli bir metale konvertibil olmalarından alırlar. Ancak devlet, kağıt paralar ile herhangi bir metal arasındaki konvertibilitiyi kaldırdıktan sonra bile kağıt paraların bir değere sahip olmaları yani mal parayı ikame etmeleri nasıl açıklanabilir? Metalistlerin bu soruya

verdikleri cevap insanların konvertibilitenin tekrar geri geleceğini bekledikleri şeklindedir(Bell, 1998, s.2).

Çartalîst görüşü içerisinde kağıt paraların herhangi bir değere sahip olmadıkları halde nasıl olup da hala dolaşımında kaldıkları ve insanlar tarafından kabul edildikleri şeklindeki soru önemlidir. Çartalîst yaklaşım içerisinde paranın tanımlanmasında devlet çok önemli bir işleve sahiptir. Paraya değerini veren içerdikleri veya temsil ettikleri metal değil, vatandaşların devlete karşı olan yükümlülüklerini yerine getirirken kullandıkları araçların devlet tarafından kabul edilmesidir(Bell, 1998, s.3). Devlet, toplum içerisinde en üst otorite olarak toplum içerisindeki yükümlülükleri tanımlamakta ve bu yükümlülüklerin yerine getirilmesinde kullanılacak araçları da kendisi tayin etmektedir. Bu bağlamda devlet hangi tür nesnelere para olarak kullanılacağını belirleyebilmekte ve para olarak belirlediği nesneyi de topluma duyurmaktadır(Wray, 2004, s.5). Devleti burada kısıtlayan herhangi bir engel yoktur. Devlet eğer isterse para olarak kullanılan nesneyi değiştirebilir. Devlet, yükümlülükleri, bu yükümlülüklerin yerine getirilmesinde hangi tür araçların kullanılacağını ve nelerin para olarak isimlendirileceğini duyurduktan sonra kendisi para olarak kullanılacak nesneyi piyasaya sürer(Lerner, 1947, s.313).

Post Keynesyenler, paranın tanımına ilişkin Çartalîst görüşü geliştirirken Friedrich Knapp'ın **Devlet Parası Teorisi*** (The State Theory of Money) adlı çalışmasından faydalanmışlardır. Çartalîst kavramı da aslında Knapp'a ait bir kavramdır. Çartal (Chartal) kelimesi etimolojik olarak Latince'deki Çarta (Charta) kelimesinden türetilmiş olup bilet, fiş veya jeton anlamlarına gelmektedir(Knapp, 1924, s.32). Buradan hareketle Knapp, kağıt paraları bir nevi fişe benzetmekte ve tiyatro örneğini vermektedir(Knapp, 1924, s.31):

“bir tiyatroya gittiğimizde elbiselerimizi görevliye teslim eder ve görevliden bir fiş alırız. Fişin maddi değeri düşüktür ancak kanuni bir önemi vardır. Fiş elbisenin bize ait olduğunu gösterir ve

* Knapp'a ait bu eser e-book olarak <http://econpapers.repec.org/bookchap/hayhetboo/knapp1924.htm> adresinden temin edilebilir.

görevliye gösterdiğimizde görevli elbisemizi bize geri vermek durumundadır”.

Aynen tiyatrodaki görevlinin bize vermiş olduğu fiş gibi devletin piyasaya sürmüş olduğu kağıt paralar da geçerliliklerini devletin beyanından(proclamation) alırlar. Devlet, kendisine karşı yükümlülüklerin yerine getirilmesinde kendisi tarafından çıkarılmış olan kağıt paraları kabul edeceğini önceden ilan ve kabul etmiştir. Devlete karşı yükümlülüklerin yerine getirilmesinde geçerlilik kazanan bu araç(fiat money) halkın kendi aralarındaki işlemlerde de ödeme aracı olarak geçerlilik kazanmıştır. Fiat paranın mübadele aracı olarak işlev görebilmesi için, mübadeledeki tarafların fiat paraya olan güvenlerinin sağlanması gerekmektedir. Eğer taraflardan birisi fiat paraya güven duymaz ise mübadele gerçekleşmez ve fiat para, mübadelelere aracılık etme işlevini yerine getiremez(Ogren, 2005, s.4).

Post Keynesyen iktisatçılara göre para vergiler tarafından yönlendirilir. Yani paranın piyasaya çıkmasında ve devlet tarafından tekrar piyasadan çekilmesinde vergi yükümlülükleri oldukça önemlidir. Wray’a göre vergilerle para arasındaki ilişki şu şekildedir(Wray, 1998, s.80):

“Prensip olarak devlet piyasadan mal ve hizmet alımlarına yönelik harcamada bulunurken fiat parayı harcar. Daha sonra bu para vergi ödemeleri ile tekrar devlete geri döner. Burada önemli olan nokta şudur ki devlet harcamada bulunmadan yani fiat parayı piyasaya sürmeden özel kesim devlete olan vergi borçlarını fiat parayla ödeyemez. Gelişmiş modern ekonomilerde vergi ödemeleri daha karmaşık bir yapı sergiler. Çünkü vergiler ödenirken nakitten ziyade bankalardaki vadesiz mevduatlar üzerine çekilen çekler kullanılır. Ancak bu durum vergilerin ödenmesinde ilk önce fiat paranın piyasaya çıkma zorunluluğunu etkilemez. Çünkü her vergi ödemesi rezervlerde bir azalmaya neden olacaktır. Ancak devlet harcamada bulunduğu banka rezervleri de zaten yaratılmış olmaktadır. Dolayısıyla ister nakit olarak ister bankacılık sistemi aracılığıyla olsun vergilerin ödenmesi için mutlaka madeni para olarak veya

kağıt para olarak fiat paranın ekonomiye enjekte edilmesi gerekmektedir”.

İçsel para arzı yaklaşımında piyasanın kendi içsel mekanizmaları paranın (kredi paranın) yaratılmasına neden olmaktadır. Piyasada bu bağlamda çok sayıda para bulunmaktadır. Ancak paralar arasında da bir hiyerarşi vardır. En üst tepede devletin kredi parası olan fiat para vardır. Daha sonra önem derecelerine göre diğer paralar gelmektedir. Piyasadaki diğer paraların da kullanılabilmesi ve halk arasında kabul edilmesi için devletin bu paraların fiat paraya konvertibilitesini kabul etmesi gerekir. Çünkü fiat paralar dışındaki diğer paralarla vergiler ödenmez. Eğer vergiler fiat parayla nakit olarak değil de bankalardaki vadesiz mevduatlar ile ödenecekse devletin vadesiz mevduatları para olarak kabul etmesi veya vadesiz mevduatların fiat paraya konvertibilitesini kabul etmesi gerekir. Halk gelirinin bir kısmını bankalara yatırarak faiz geliri elde etmek ister. Bankalar kendi yükümlülüklerini fiat paraya çevirme garantisini verdikleri için halk parasının tümünü nakit olarak elde tutmak zorunda değildir(Wray, 1998, s.81).

Hane halklarının, firmaların, devletin ve bankaların olduğu bir sistem içerisinde sayılan bu birimlerin her birisi yükümlülük ihraç edebilir. İki birim arasındaki bir ilişkide birinin borcu diğerinin alacağı olmaktadır ve her iki taraf karşılıklı olarak kabul ettikleri takdirde ihraç edilen şey (borç, ticari kağıt) iki taraf arasında para olur. Bu şekilde sistemde çok sayıda paranın olacağı açıktır. Ancak sistemde çeşitli birimler arasında paranın ortaya çıkması yani her iki tarafın kendi aralarındaki ödeme aracını para olarak kabul etmeleri paranın tanımlanması için yeterli değildir. Aynı zamanda bunun devlet tarafından çıkarılan fiat paraya konvertibilitesinin de olması gerekir. Örneğin herhangi bir bankanın vadesiz mevduatı veya bir firmanın ticari kâğıdı ödemelerde ödeme aracı olarak para işlevini yerine getirebilir. Ancak vadesiz mevduatların ve ticari kağıtların ödeme aracı olarak kullanılabilmesi için bunların talep üzerine devlet parasına dönüştürülebilmesi gerekir. Aksi halde ödeme aracı olamazlar. O halde şu söylenebilir: sistemde çok sayıda para (ödeme aracı olarak) vardır ve bu paralar kabul edilebilirlikleri açısından çeşitli derecelere sahiptir. En tepede devlet parası vardır ve devlet parasının herhangi başka bir şeye konvertibl olması gerekmez. Ancak bütün diğer paraların devlet parasına konvertibl olmaları gerekir. Çünkü devlete

karşı olan yükümlülüklerin yerine getirilmesinde kullanılan para fiat paradır(Bell, 1998, s.6).

Piyasalarda paranın bazı fonksiyonlarını yerine getiren çok sayıda nesnenin para olarak kabul edilmesinin nedeni paranın sosyal yönüdür. Bu bağlamda para sosyal bir anlaşmadır(social convention). Burada anlaşmayı, kurum, gelenek, kural vb. şeklinde de okuyabiliriz. İktisadî ilişkilerde bireyler, hangi tür nesnelere ya da anlaşmaların para yerine geçeceği üzerinde anlaşmaya varmışlarsa o nesne paradır. Sonuçta bu nesne ya da anlaşmayla ödemeler gerçekleştirilmekte ve gelir yaratıcı üretim ilişkilerine girişilebilmektedir. Bireyler arasında o nesnenin para işlevini yerine getireceğine dair bir teamül oluşmuşsa o nesne paradır*(Swanke, 2004, s.84). Ancak yukarıda da vurgulandığı üzere bütün paraların devlet parasına konvertibl olduğuna dair de bireyler arasında genel bir kabulün olması gerekir.

Devletlerin para olarak piyasaya sürdükleri banknotlar aslında devlete ait bir borç senedir. Devlet, çıkarmış olduğu bu borç senetleriyle kendisi için gerekli mal ve hizmetleri almakta ve vergilerle birlikte bu borç senetlerini tekrar geri toplayabilmektedir. Devletin borç senetleri vergi ödemelerinin yanında halkın kendi aralarındaki işlemlerde de kullanılabilir(Bell v.d, 2004, s.56). Ancak modern parasal ekonomilerde bu borç senetlerinin karşılığı yine devletin vereceği bir borç senedir. Bu borç senetlerinin karşılığında artık altın ödenmesi söz konusu değildir. Dolayısıyla günümüz parasal ekonomileri esnek döviz kuru ile fiat paranın bulunduğu bir sistem içerisinde çalışmaktadır(Juniper ve Mitchell, 2005, s.6).

2-2- Yapısalcı İçsel Yaklaşımda Tanımlanan Paranın Özellikleri

Çartalîst Yaklaşım içerisinde parayla ilgili en önemli kavram borçtur. Borç ilişkileri paranın ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Borç kavramı, takas ekonomisini baz alan iktisatçıların belki de göremedikleri ya da görmezden geldikleri bir problemin çözümünü sağlamaktadır. Takas ekonomisinde ihtiyaçların ya da isteklerin karşılıklı

* Paranın sosyal yönüne dair ayrıntılı bilgi için Swanke'nin belirtilen yazısına bakılabilir.

uyuşması ilkesi geçerlidir. Eğer istekler karşılıklı olarak uyuşmuyor ise o zaman ihtiyaçlar nasıl giderilecektir? Bu problemin varlığı takas ekonomisi içerisinde aslında birçok ihtiyacın karşılanmadığı anlamına mı gelmektedir? O halde takas ekonomisinde ticareti mümkün kılan ne idi? Bu sorunun Post Keynesyenlere göre yanıtı takas ekonomisinin olmadığı ve borç ilişkilerinin ticareti mümkün kıldığıdır(Peacock, 2003, s.207).

İçsel para arzı yaklaşımında para bir borçtur ve satın alma gücünün gelecekte şimdikiye aktarılmasını sağlayarak satın alma gücünün zamanlar arası transferini olanaklı kılmaktadır. Bu şekilde tanımlanmış bir para, ödeme aracı olma fonksiyonu yanında mübadele aracı olma fonksiyonunu taşımak zorunda değildir. Örneğin ticari kağıtlar para olarak yeterlidir ancak mübadelelerde kullanılmak için yeterli olmayabilir. Ancak devlet tarafından çıkarılan ve yasal dolaşımı olan paralar hükümetin borcunu gösterirler ve mübadele aracı olarak da kabul edilmek zorundadır. Wray paranın stok özelliklerine vurgu yaparak para tanımı yapmakta ve şunları söylemektedir(Wray, 1990, s.14):

“Para ile ödeme aracı, para ile harcama ve ödeme aracı ile harcamaları birbirinden ayırmaktayım. Para borç olarak yazılmış terimlerle ifade edilir. Bu bağlamda para hesap birimidir; bir forward anlaşmasının parçası olarak oluşturulmuş bilanço kalemidir. Bundan dolayı para, akımları kolaylaştırmak amacıyla oluşturulmuş bir stoktur. Paranın bazı biçimleri devam eden bir borç taahhüdünü gerektirmeyen satın almaları finanse etmek için mübadele aracı olarak kullanılmaktadır. Bazı para biçimleri borçları kapatmak için, bilanço büyüklüğünün ölçüsünü azaltmak için ve paranın yok edilmesi için ödeme aracı fonksiyonuna sahip olabilir”.*

Parasal kapitalist ekonomilerde para, ekonomi içerisinde gerçekleşen finansman ilişkileri neticesinde ortaya çıkan bir yükümlülüktür. Sermaye varlıklarına yönelik çeşitli tercihler ve devam eden yatırımların finansman ihtiyaçları paranın ortaya

* Paranın yok edilmesi, parasal bir devrede paranın son aşamada devrenin dışına çıkışını ifade etmek için kullanılır.

çıkmasına aynı zamanda paranın içsel bir değişken haline gelmesine neden olmaktadır(Minsky, 1995, s.547).

Post Keynesyen İktisat içerisinde para konuları, parasal bir kapitalist ekonomi içerisinde ele alınmaktadır. Para, bu tür ekonomilerde dışsal olarak enjekte edilmez. Kapitalist üretim ilişkileri içerisinde içsel olarak yaratılır. Böyle bir ekonomi üretim araçları üzerinde özel mülkiyetin olduğu bir ekonomidir(Ogren, 2005, s.6). Ayrıca bu ekonomiler; temel belirsizlik koşullarının geçerli olduğu ve sermaye birikim sürecinin hâkim olduğu ekonomilerdir. İlgili bölümde de açıklandığı üzere parasal üretim ekonomisi, parasal konuların nasıl ele alınması gerektiğini belirlemektedir(Rousseas, 1998, s.27). Parasal üretim ekonomisinin ayırt edici özelliği üretim ve satış sürecinin tarihsel zaman içerisinde gerçekleştirilmesidir. Üretim sürecine dâhil edilen üretim faktörlerine ödemelerde bulunabilmesi için üretilen mal ve hizmetlerin satılması gerekmektedir. Hem üretimin hem de satışın zaman alması piyasadaki iktisadî karar birimleri arasında belirli bir tarihte ödeme üzerine anlaşma yapmayı kaçınılmaz kılmaktadır. Parasal kapitalist ekonomilerde ise bu anlaşma nominal, yazılı, anlaşmalardır ve bu anlaşmaları mümkün kılan şey Davidson'un tabiriyle "para yalnızca paradır". Bunların çoğu ileriye dönük anlaşmalardır (forward contract) çünkü üretim ve satış zaman almaktadır. Gerçek hayatta geleceğe dönük anlaşmalara gerek duyulmaksızın yapılan spot işlemler de vardır. Örneğin gıda ve giyeceklerle ilgili birçok işlem spot piyasalarda gerçekleştirilir. Ancak bu mal ve hizmetlerin üretimi geleceğe dönük anlaşmaların olduğu piyasalarda gerçekleştirilmektedir(Davidson, 1992, s.41). Geleceğe dönük anlaşmaların olduğu piyasalarda iktisadî birimler arasında yapılan anlaşmalar, zamanı gelince yerine getirilmediğinde devlet müdahil olmakta ve sorumluluğunu yerine getirmeyen tarafı sorumluluğunu yerine getirmesi için zorlayabilmektedir(Davidson, 1994, s.100).

Post Keynesyen iktisatçılara göre iktisadî sistem içerisinde sistemin kendi içsel mekanizmaları sonucu ortaya çıkan para, kredi paradır. Kredi para veya kredi her şeyden önce bir alacak hakkıdır. Nerede alım-satım olayı varsa orada kredi vardır. Alım-satım olayında iki taraf vardır. Birisi malı, hizmeti vb. satan taraf diğeri de alan taraftır. Malı satan taraf alacak hakkını elde ederken malı alan taraf da ödeme

yükümlülüğü altına girmektedir yani borçlanmaktadır. Alacak hakkını elde eden taraf kredi açıcı, ödeme sorumluluğu altına giren taraf ise borçlanıcı olmaktadır(Innes, 2004a, s.65). Gardiner'e göre eğer bir yükümlülük (tahvil) devredilebiliyorsa devredilen o şey hem değer saklama aracı hem de mübadele aracı olur. Eğer aynı zamanda standart bir ölçü ile de açıklanmışsa o zaman o yükümlülük para olarak kabul edilir. Bu bağlamda İngiltere MB'nin çıkarmış olduğu pound notlar İngiltere MB'nin, herhangi bir özel bankanın ihraç ettiği mevduatlar da o özel bankanın borcu olmaktadır. Yani yükümlülüğü ihraç eden taraf borçlu olmakta buna karşılık o yükümlülüğü elinde tutan taraf da alacaklı olmaktadır. Devlet tarafından ihraç edilen paralar da devredilebilen bir borç hükmündedir. Eğer herhangi birisi elindeki banknotu Merkez Bankası'na götürse ve bunun karşılığını istese muhtemelen yine benzer bir banknotu alacaktır. O halde burada banknotu elinde bulunduran kredi açıcı olmakla birlikte gerçek bir borçlu yoktur. Ödemelerde böyle bir banknotu kabul eden aslında toplumun borç vereni olmaktadır ve herkes aynı hakkı elde etmek ister(Gardiner, 2004, s.147-148).

Post Keynesyen İktisat içerisinde para, ekonomideki diğer mallar gibi bir mal değildir ve aynı zamanda faiz de tek başına parayı diğer varlıklardan ayırt etmemektedir. Post Keynesyenlerin bu konudaki temel hareket noktaları Keynes'in Genel Teori'de XVII. Başlık altında incelediği "Paranın ve Faizin Başlıca Özellikleri" bölümündeki düşünceleridir. Buna göre faiz oranı gelecekte teslim edilecek bir para toplamının yüzdelik fazlasından daha fazla bir şey değildir. Buna ek olarak her sermaye malının da paranın faiz oranına benzer bir faiz oranı vardır. Örneğin buğday faiz oranı, bakır faiz oranı, ev faiz oranı ve hatta çelik fabrikası faiz oranı vardır. O halde parayla birlikte ekonomideki diğer malların da kendilerine özgü faiz oranları varsa Keynes'in de sorduğu üzere sermayenin marjinal etkenliğinin belirlenmesinde diğer malların faiz oranları değil de neden paranın faiz oranı baz alınmaktadır?(Keynes, 1969, s.203-204). Bu soruya cevap vermek için her varlıkta bulunan dört temel özelliğe göndermede bulunulmaktadır. Buna göre her varlıkta dört özellik vardır(Carvalho, 1992, s.83; Keynes, 1969, s.206-208):

- Varlığın verimi: **q**. Bu özellik her bir varlıkta bulunan ilk özelliktir. Bu değer, varlıktan elde edilen kazancın varlığın satın alındığı fiyata bölünmesiyle elde edilir: $q = Q/CP$
- Paranın dışında çoğu varlıkta bulunan fire maliyetleri, depolama maliyetleri gibi bir takım maliyetler vardır. Bu maliyetler **c** ile ifade edilmektedir ve bu maliyetlerle varlığın cari fiyatı arasındaki orana eşittir: $c = C/CP$
- Bir varlığın alım ve satım tarihleri arasında varlığın piyasa fiyatında meydana gelen değişimler sonucunda bir takım kazanç veya kayıplar olabilmektedir. Bu değer, varlığın fiyatında meydana gelen değişimin varlığın piyasa fiyatına oranı ile bulunur ve **a** ile gösterilir:

$$a = [(EP-CP) / (CP)]$$

- Varlıklar, elden çıkarılabilme veya ticareti yapılabilme açılarından farklılıklar arz eder. Bazı varlıkların elden çıkarılması diğerlerine göre daha kolaydır. Yani bazı varlıkların paraya dönüştürülebilmesi diğer varlıklara nazaran daha kolaydır. Dolayısıyla paraya dönüştürülebilme derecesi yüksek olan varlığa sahip olanlar piyasalarda beklenmedik değişiklikler olduğunda varlıklarını paraya dönüştürebilme noktasında daha esnek olacaklardır. Varlıkların bu özelliği de likidite primi olarak adlandırılmaktadır ve **l** olarak ifade edilmektedir.

Bu dört özellik birleşerek iktisadî bir karar birimin belirli bir varlığı elinde bulundurmasından dolayı elde edeceği toplam getiriyi belirler ve o varlığın kendi faiz oranı (own-rate of interest of that asset) olarak isimlendirilir. Varlıktan elde edilen toplam getiri:

$$\mathbf{a+q-c+l}$$

ye eşittir.

Reel sermaye mallarında $q > c$ dir ve l nispi olarak küçüktür. Parada ise, q ve c , önemsenmeyecek kadar küçük ancak l büyüktür. Paraya ayırıcı özelliğini veren ve sermayenin marjinal etkenliğinin hesaplanmasında parasal faiz oranının tercih edilmesine neden olan likidite primi, yani l 'dir. Bu hesaplamada sadece değerlere ilişkin terimler değil aynı zamanda beklenmeyen gelişmelere karşı geliştirilen güven gibi terimler de kullanılmaktadır ve bu durum paranın varlık seçimi teorisi içerisinde girebilmesini olanaklı kılmaktadır (Carvalho, 1992, s.84).

Çağdaş kapitalist toplumlarda para, deniz kabukları, bazı tahıllar, deri gibi mallardan oluşmamaktadır ve para arzı, üretim süreçlerini ve bankacılık sistemini yöneten kanunlar altında belirlenmektedir (Davidson, 1994, s.99).

Parayı diğer varlıklardan ayırmaya yarayan diğer özellikler ise paranın üretim esnekliğinin ve ikame esnekliğinin sıfır olmasıdır. Üretim esnekliği, M para arzını, L emek girdisini temsil etmek üzere $e_p = (\Delta M/M)/(\Delta L/L) = 0$ olarak ifade edilmektedir. Yani emek biriminde artış sağlayarak paranın miktarında artış sağlamak mümkün değildir. Çünkü paranın üretileceği bir endüstri yoktur. İkame esnekliğinin sıfır olması ise paranın yerine başka varlıkların kullanılmayacağını ifade eder. Dolayısıyla hem paranın üretim esnekliğinin hem de ikame esnekliğinin sıfır olması, likidite primi ile birlikte paraya kendi özelliğini vermektedir (Rousseas, 1998, s.29).

Parasal bir ekonomide yapılan parasal anlaşmaların zamanı geldiğinde yerine getirilmesi likidite olarak tanımlanmaktadır. Geleceğe yönelik anlaşmalar parasal anlaşmalar olduğu için ve zamanı geldiğinde yapılacak ödemeler parasal olacağı için bu işlevi yerine getirecek paranın likiditeye sahip olması gerekmektedir (Davidson, 1992, s.41).

3- PARA ARZI

Post Keynesyen İktisadın her iki kanadı da para arzının içselliğini kabul eder. Para arzı, sadece MB'nin kontrolünde olan dışsal bir değişken değildir. Yani para arzı iktisadî sistemin kendi iç mekanizmaları tarafından belirlenir. Uyumcu Post Keynesyen

İktisatçılar, önceki bölümde de değinildiği üzere, para arzının tamamen içsel olduğunu, MB'nin sadece faiz oranlarını dışsal olarak belirlediğini ileri sürerler. Merkez Bankası kendi faiz oranlarını belirledikten sonra bankalar bu faiz oranı üzerine bir mark-up koyarak kredi faiz oranlarını belirlerler ve bu faiz oranları üzerinden gelen her türlü kredi talebini karşılarlar. Dolayısıyla para arzını temsil eden para arzı doğrusu belirli bir faiz oranında sonsuz esnekliğe sahiptir yani yataydır(Fontana ve Venturino, 2003, s.400).

Ancak, Yapısalıcı Post Keynesyenlere göre, Keynes tarafından geliştirilen modelde para arzı belirli bir faiz oranında sonsuz esnekliğe sahip değildir. GT'de her ne kadar parasal teknik detaylar bir kenara bırakılmış ve bu çerçevede para arzı ile ilgili olarak da yeterli açıklama yapılmamış ise de genel anlamda Keynes para arzının; ticari bankalar, Merkez Bankası ve hane halklarının da dahil olduğu banka dışı özel sektörün davranışlarına ve karşılıklı ilişkilerine bağlı olarak belirlendiğini belirtmektedir. Özellikle bankacılık sisteminin portföy yönetimi ve likidite tercihi para arzının belirlenmesinde son derece önem arz eder(Carvalho, 1992, s.110).

Post Keynesyen İktisat içerisinde paranın nasıl tanımlandığı ilgili bölümde anlatılmıştı. Para, bir varlıklar setidir ki, bu setin içerisine kanuni para ve kanuni parayı tam ikame eden varlıklar da para kapsamı içerisine girmektedir. Kanuni parayı ikame eden diğer varlıklar ikinci el piyasalarda alınıp satılabilmektedir ve bu varlıkların kanuni paraya çevrilmeleri garanti altına alınmıştır. Bundan dolayı ticari bankalardaki vadesiz mevduatlar da, ki bu mevduatlar ticari bankanın borcunu temsil etmektedir, para yerine geçmektedir(Carvalho, 1992, s.111).

Para arzının içsel veya dışsal olup olmaması finansal sistemdeki ve reel ekonomideki iktisadî karar birimlerinin ve kurumların karşılıklı ilişkisine bağlı olarak da belirlenmekte veya ele alınmaktadır. Bu çerçevede finansal sistemdeki kurumların ve bankaların birbiriyle nasıl bir bağlantı içinde oldukları, finansal sistemin reel kesimle nasıl bir çerçevede ilişkili olduğu gibi konular para arzının içsel olup olmamasını belirlemektedir. Ayrıca iktisatçıların, bir bütün olarak ekonomik sistemi, özel olarak da finansal sistemi ve bu sistem içerisindeki karar birimlerini nasıl algıladığı ve iktisadî süreçleri nasıl kavramsallaştırdığı da para arzının içselliği-dışsallığı konusunda önem

arz etmektedir. Bu çerçevede Neo Klasik iktisatçılar parasal mekanizmaların sadece fiyatlar genel düzeyini etkilediğini, yatırımların ve reel ekonominin işleyişinin finansal sistemden bağımsız olduğunu ileri sürmektedirler. Ancak eğer bir iktisatçı için yatırımların gerçekleşmesi ile finansal sistem iç içe ise, yani finansal sistemden elde edilecek krediler olmadan gelir yaratıcı iktisadî faaliyetler gerçekleştirilemiyor ise o zaman para arzı o iktisatçı için içseldir. Post Keynesyen olarak adlandırılan iktisatçılar reel ve finansal sektörü iç içe geçmiş bir yapı olarak gördükleri için para arzı bu iktisatçılara göre içseldir(Minsky, 1991, s.209; 1995, s.544).

Para arzının gerçekleşmesini sağlayan ilk mekanizma yatırımlardır. Yatırımların finansmanına yönelik kredi talebi paranın piyasaya çıkmasına ve gelirin oluşmasına neden olmaktadır. Bu süreçte bankaların kendi aralarında ve Merkez Bankası ile olan ilişkileri de girişimcilerin talep ettikleri kredinin ne kadarının karşılanacağını dolaylı yoldan etkileyecektir.

3-1- Yatırımların Finansmanı ve Para Arzı: Finansman Güdüsü

Keynes, GT’de Likidite Tercihi Teorisini geliştirdikten sonra, özellikle Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi’ni geliştiren iktisatçılardan olan Ohlin ve Robertson’dan tarafından yöneltilen bir takım eleştirilere maruz kalır ve para talebi ile ilgili görüşlerini genişletir. Likidite Tercihi Teori’sinde, para talebinin işlem, ihtiyat ve spekülasyon güdülerinden kaynaklandığını ileri sürmüş ancak gelen eleştirilerden sonra, 1937 yılında Economic Journal adlı dergide yayınladığı makalelerde*, para talebine dördüncü bir güdünün de neden olacağını ileri sürmüştür; finansman güdüsüyle para talebi(Akalın, 2002, s.14).

Planlanmış yatırımların hayata geçirilmesi için gerekli olan paranın yaratılması finansman olarak isimlendirilmektedir. Yatırımları planlayan girişimciler yatırımların hayata geçirilmesini sağlayacak parayı, kendi geçmiş karlarından, diğer banka dışı özel

* Economic Journalde yayınlanan makalelerin adları: “Alternative Theories of The Rate of Interest” ve “The Ex-ante Theory of The Rate of Interest”dir. Bu makaleler Reprinted in The Collected Writings of J. Maynard Keynes, Vol:14, s.201-223 arasında yer almaktadır.

sektörden ve bankalardan karşılayabilirler. Firmanın geçmiş karlarını kullanması veya banka dışı diğer özel sektör kaynaklarına başvurması para arzı üzerinde etki meydana getirmeyecektir. Çünkü var olan fonlar bu durumda sadece el değiştirmiş olacaktır. Ancak firmaların bankalara başvurması durumunda bankalar bu talebi banka parası yaratarak karşılayacakları için para arzı ve yeni satın alma gücü yaratılmış olacaktır(Carvalho, 1992, s.149). Firmaların sermaye birikimi yapıp yapmamaları ve bu sermaye birikiminin finansmanında bankacılık sektörüne başvurup başvurmamaları yönündeki tercihleri bu noktada önemlidir(Rochon, 1999a, s.180).

Finansman güdüsüyle para talebinde zaman kavramı analize dâhil edilmiştir. Finansman güdüsüyle para talebi kısa dönemde yani yatırımların planlanması aşamasında ortaya çıkmakta ve yatırımlar gerçekleştirildikten sonra ortadan kalkmaktadır. Dolayısıyla finansman güdüsüyle para talebi yatırımlar devam ediyorken ortaya çıkan para talebinden farklıdır. Yatırımlar gerçekleştirilmeden önce finansman güdüsüyle para talebi yüksek ise bu durum piyasalarda faizler üzerinde bir baskı yaratabilir. Çünkü planlama aşamasında yatırımlar gerçekleştirilmediği için net tasarruf yoktur. Endüstriyel alanda finansman güdüsüyle para talebi oldukça yüksektir. Endüstriyel alanda finansal kolaylıkların sağlanması anlamında tıkanıklar olduğunda yatırımlar azalacaktır(Rousseas, 1998, s.45). Dolayısıyla finansal sistem yatırımların gerçekleştirilmesinde anahtar rolü oynamaktadır; finansal sistem sayesinde yatırımcılar kısa vadeli finansman ihtiyaçlarını bankalarla yaptıkları uzun vadeli sözleşmelerle karşılayabilmektedirler(Davidson, 1988, s.166; 1995, s.455).

Finansman güdüsüyle para talebinin oluşmasındaki önemli bir nokta, bu süreçte para arzının yaratılması için tasarruflara gerek olmadığıdır. Post Keynesyen İktisatçılara göre kapitalist ekonomiler sadece tarımsal malların üretildiği hipotetik bir ekonomi değildir. Hipotetik tarımsal bir ekonomide çiftçiler hasat mevsimi sonunda elde ettikleri buğdayın bir kısmını gelecek yılın ekim işlerinde kullanmak amacıyla ayırabilirler ve gelecek yıl ayırdıkları buğdayları ekebilirler. Buğdayların hasat mevsiminde bu şekilde belirli bir kısmının ayrılması tasarruf olarak nitelendirilebilir ve bu koşullarda gelecek yıl ne kadar ekim yapılacağı, bu yıl yapılan tasarruflara bağlı olacaktır. Kısaca tasarruflar yatırımları belirlemektedir. Ancak böyle bir ekonomi ancak

hipotetik bir anlayış altında geçerli olacaktır. Gerçek ekonomilerde böyle bir mantık geçerli değildir. Gerçek hayatta işçiler parasal ücret almakta, kapitalistler parasal karlar elde etmektedir. İşçilerin gelirleri, kapitalistlerin üretim için gerekli olan harcamayı yapmaları durumunda oluşmakta ve kapitalistler de karlarını üretilen mal ve hizmetlere yönelik harcamaların yapılması durumunda elde etmektedir(Wray, 1991, s.955).

Finansman güdüsüyle para talebinin tasarruflarla alakası yoktur. Tasarruf cari istihdam ve gelirle ilişkili iken yatırımların cari istihdam ve gelir düzeyi ile ilişkisi yoktur. Finansman güdüsüyle para talebi yatırımlarla ilişkili olduğu için ve yatırımlar da tasarruflarla ilişkili olmadığı için finansman güdüsüyle para talebinin tasarruflarla ilişkisi olmadığı söylenebilir. Tasarruf ve yatırımların farklı olduğunu göstermek için toplam arz ve talep fonksiyonlarına başvurulmaktadır. Buna göre Post Keynesyen analizde toplam arz ve toplam talep aşağıdaki gibi gösterilebilir(Davidson, 1992, s.31-32):

$$Z = f(N) \quad \rightarrow \text{toplam arz fonksiyonu}$$

$$D = D_1 + D_2 \quad \rightarrow \text{toplam talep}$$

$$D_1 = f(N) \quad \rightarrow \text{istihdam ve gelire bağlı harcamalar}$$

$D_2 \neq f(N) \quad \rightarrow$ istihdam ve gelire bağlı olmayan harcamalar yani yatırım harcamaları

Toplam arz, istihdam düzeyine bağlı olarak tanımlanırken, toplam talep bir taraftan istihdam düzeyine bağlı tüketim harcamaları ile diğer taraftan istihdam ve gelir düzeyine bağlı olmayan yatırım harcamaları düzeyine bağlı olarak tanımlanmaktadır. D_2 ile ifade edilen yatırım harcamaları istihdam ve gelir düzeyine bağlı olarak tanımlanmadığı için D_1 içerisinde elde edilen tasarruflarla ilişkisi yoktur. Tasarruf, cari üretimden elde edilen gelirin tüketilmeyen kısmı olarak tanımlanmaktadır: $S = Z - D_1$ olarak ifade edilebilir.

Keynesyen analizde yatırımlar tasarrufları belirler. Ancak yatırımların tasarrufları belirlemesi için yatırımların gerçekleştirilmesi gerekir. Eğer yatırımların gerçekleştirilmesi için gerekli olan fonlar bulunmaz ise yatırım gerçekleşmeyecek ve

yatırımların tasarrufları belirlemesi söz konusu olmayacaktır. İşte finansman güdüsüyle para talebi planlanmış yatırımların hayata geçirilmesi için gerekli olan kısa dönemli finansman ihtiyacından kaynaklanan para talebidir. Bu talebin karşılanmasında bankacılık sistemi kilit öneme sahiptir. Eğer bankalar, planlanmış yatırımları finanse etme noktasında isteksiz davranırlarsa, bu durumda faiz oranlarında yukarıya doğru bir basınç olacaktır. Ancak bankalar gelen kredi talebini (finansman güdüsüyle para talebi) olumlu karşılar ve para arzını artırırlarsa faiz oranlarında yukarıya doğru bir basınç olmayacaktır(Wray, 1992, s.1159).

Finansman güdüsüyle para talebinin karşılanmasında bankacılık sektörü devreye girer ve bankaların verecekleri kararlar tasarruflara bağlı değildir(Bertocco, 2005, s.499). Finansman güdüsüyle para talebinde bulunulmasının asıl amacı, üretim sürecinin başlatılabilmesi için yatırım mallarının ve hammaddelerin satın alınması ve emeğin kiralanmasıdır. Üretimin başlaması için yapılan harcamalar ve üretimin kendisi gelir yaratıcı süreçlerdir ve bu süreç içindeki finansman gelir yaratıcı finansman süreci (income generating finance process) olarak adlandırılır. Tasarrufların oluşması için de gelire ihtiyaç vardır. Dolayısıyla tasarrufların gerçekleşmesi için yatırımların gerçekleştirilmesi gerekir. Kısaca yatırımlar tasarrufları belirler. Nedenellik yatırımlardan tasarruflara doğrudur ve finansman burada tarihsel olarak hem yatırımlardan hem de tasarruflardan öncedir(Carvalho, 1992, s.150).

Finansman güdüsüyle para talebinin neticede para arzını artırması için, bankacılık sisteminin bu tür borç anlaşmalarını kabul etmesi gerekmektedir. Bankaların bu tür borç anlaşmalarını kabul etmesi neticesinde özel sektöre verilecek kredi miktarı bankalarla Merkez Bankası arasındaki ilişkiye de bağlıdır. Eğer Merkez Bankası bir bütün olarak finansal sistemin işleyişini kontrol ediyor ve sistemin pürüzsüz bir şekilde çalışmasını istiyorsa bankaların aktif ve pasif yapılarını yakından takip edecektir. Gerekiyorsa rezerv elde edebilme olanaklarını çeşitli şekillerde kısımaya çalışacaktır(Davidson, 1988, ss.164-165; 1995, s.453). Bu durum para arzının içsel olma durumunu etkilemez. Çünkü bu durumda, yani Merkez Bankası eğer bankaların rezerv elde etme olanaklarını kısıyorsa ve dolayısıyla da faiz oranlarının yükselmesine neden oluyor ise, para arzı eğrisi artan faiz oranlarıyla birlikte yukarı doğru eğimli olacaktır.

Yapısalcı Post Keynesyenlerin savundukları da budur: MB, para arzının belirlenmesi sürecinde tamamen pasif değildir.

Finansman güdüsüyle para talebi, işlem, ihtiyat ve spekülâtif para talepleriyle birlikte faiz oranlarının belirlenmesinde önemli bir etkiye sahiptir. Finansman güdüsünden kaynaklanan para talebi iki nedenden dolayı faizler üzerinde baskı yaratır. İlk olarak bizzat finansman güdüsündeki artış para talebinde artışa neden olacaktır ki bu da faizleri etkileyecektir. İkinci olarak da çarpan etkisinden dolayı artan üretimle birlikte daha fazla para talep edilecektir. Burada üretim artışı geliri artırmakta ve artan gelir, gelire bağlı para talebini artırmaktadır(Davidson, 1994, s.126).

Üretim maliyetlerinin finansmanı için girişimcilerin bankalardan talep ettikleri para acaba enflasyona neden olabilir mi? Davidson'a göre(1995, s.456) bankalar, firmalardan gelen kredi talebinin nedenini anlama noktasında yetersizdirler. Firmaların üretim maliyetleri şu iki nedenden dolayı artabilir:

- Üretimde meydana gelen genişleme. Üretimdeki bu genişleme eğer istihdamı da artıracaksa bu yeni istihdam sonucu emek maliyetleri ve ücretler artacaktır. İstihdamı artırmak için gerekli ödemeler bankalardan sağlanacaktır.
- Toplumdaki iktisadî birimler arasında üretimden daha fazla pay almak için girişilen mücadele. Emek kesimi de toplumdaki iktisadî karar birimlerindedir. Eğer işçi sendikaları verimlilikte artış olmaksızın emek gelirlerinin artması için baskıda bulunurlarsa bu durum firma için yeni emek maliyetleri demektir. Firma bu maliyetleri banka kredilerinden karşılayacaktır. İşçilere ödenen bu para da üretim maliyetlerinin bir parçasıdır. Ancak bu finansman türü enflasyonisttir. Böylece parasal üretim ekonomisinde üretimin finansmanını sağlayan bankalar, firmalardan gelen kredi talebinin nedenini tam olarak bilemedikleri için enflasyonist finansmana da neden olabilmektedirler.

Finansman güdüsüyle para talebi geleceğe yönelik beklentiler altında şekillenmektedir. Geleceğe yönelik beklentiler olumlu ise, planlanan harcamalarda ve bu harcamalar için gerekli olacak finansman talebinde artış olacaktır. Geleceğe yönelik beklentiler olumsuz ise veya geleceğin belirsizliği artıyor ise planlanan harcamalarda ve bu harcamalar için gerekli olacak finansman talebinde azalma olacaktır. Finansman talebindeki artış ve azalışlar da para arzının artmasına ve azalmasına neden olacaktır. Banka dışındaki iktisadî birimlerin geleceğe yönelik olumsuz beklentileri finansman güdüsüyle para talebinde (akım para talebi) azalmaya neden olurken likidite tercihlerinde (stok para taleplerinde) artışa neden olacaktır. Eğer bankaların da likidite tercihlerinde artış olursa sonuçta faiz oranlarında yukarıya doğru bir basınç olacaktır(Wray, 1992, s.1163). Hane halklarının ve bankaların likidite tercihleri sabit iken yatırımlarda bir artış olması durumunda da artan para talebinden dolayı faiz oranlarında artış olacaktır(Sawyer, 1996, s.54). Finansman güdüsüyle para talebi geleceğe yönelik beklentilerle beraber mallara yönelik dışsal bir artış olması durumunda da artacaktır. Mallara yönelik talepte meydana gelen artış, üretim sürecini başlatmak için yatırımcıların para talebinde bulunmalarına neden olacaktır(Davidson, 1988, s.165)

Finansman güdüsüyle para talebinin karşılandığı yer büyük oranda bankacılık sistemidir. Bu çerçevede, yukarıda da değinildiği üzere, bankaların davranışları, aktif-pasif yapıları ve likidite tercihleri gibi etkenler finansman güdüsünün neden olduğu para talebinin karşılanıp karşılanmayacağını ve neticede para arzının içsel olarak artıp artmayacağını belirleyecektir.

3-2- Bankacılık Sistemi Ve Para Arzı

Post Keynesyen İktisat içerisinde, ilk bölümde de değinildiği üzere, ekonomi yerleşik iktisatta yapıldığı üzere reel ve parasal kesim olarak ikiye ayrılmamaktadır. İktisadî sistem bir bütündür ve reel kesim parasal kesimden bağımsız olarak analiz edilemez. Firmaların yatırım yapma kararları ve yatırım yapabilme yetenekleri bankacılık kesimi ile ilişkilerine bağlı olarak belirlenecektir.

Bankalar temel olarak para sermaye ile üretken ya da ticari sermaye arasında bir köprü işlevi gören kurumlardır. Bankalar, biriktirdikleri fonları ekonominin üretim kesimine aktararak para sermayenin oluşmasına neden olurlar. Para sermaye üretim sürecinin sonunda meta sermayeye dönüşür ve meta sermaye de piyasada satılarak tekrar para biçimine döner(Köne, 2003, s.234). Dolayısıyla kapitalist parasal üretim ekonomisinde bankalar iktisadî sistemin kendisini devam ettirmesi açısından çok önemli bir noktada bulunmaktadır.

Bankacılık sistemi para arzının içselliği ile ilgili tartışmalarda önemli bir yere sahiptir. Bankalar özellikle yatırımların finansmanında son derece önemli bir yere sahiptirler ve bankacılık sisteminin gelişmişlik derecesi ile yatırımlardaki artışlar arasında pozitif bir ilişkinin olduğu kabul edilir. Ayrıca Post Keynesyen İktisat içerisinde tanımlanan paranın kendisinden beklenen işlevleri yerine getirmesi açısından da bankacılık sistemi önem arz etmektedir. Paranın temel özelliği gelecekteki ödemeler için bir taahhüt olmasıdır. Girişimciler bu taahhütlere güvenilir bir bankacılık sektörünün varlığı sayesinde girmektedir. Bankaların bu güveni verdikleri genellikle kabul edilir çünkü bankacılık sektörüne doğru akması beklenen nakit akımı bankacılık sektöründen dışarıya akması beklenen nakit akımından daha büyüktür. Bu da bankacılık sektörünü güvenilir kılmakta ve bankacılık sektörü gelen kredi taleplerine nakit olarak cevap verebilmektedir(Minsky, 1995, s.549).

3-2-1- Bankacılık Sistemindeki Davranışların Para Arzına Etkileri

Post Keynesyen para teorisinde bankalar çok önemli bir yere sahiptir. Yatırımların finansmanı bölümünde de anlatıldığı üzere, yatırımların başlatılması için gerekli finansman büyük ölçüde finansal sistemdeki bankalardan elde edilmektedir. Bankacılık sisteminde meydana gelecek aksamalar gelir yaratıcı faaliyetleri de aksatacağı için ekonomi bir bütün olarak olumsuz etkilenecektir.

Minsky, 1980’li yıllarda Monetarist politikaların teorik olarak popüler olduğunu aynı zamanda hem Amerika hem de İngiltere’de uygulandığını ve bu uygulamaların paranın içselliğini iki açıdan etkilediğini ileri sürmektedir. Bu etkilerden

birincisi finansal sistemin işleyişi ile ilgilidir. O günlerde finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler, finansal piyasaların büyük bir tehlikeyle karşı karşıya olduğu ve önlem alınmazsa sistemin çökeceği şeklinde bir korkuya neden olmuştur. Dolayısıyla sistem içerisinde zor durumda olan bankalara gerekli yardımda bulunulması gerekliliği kendini hissettirmiştir. Böylece para otoriteleri bankaların ihtiyaç duyacakları rezervleri onlara sağlamaları gerekliliğini kabul etmişler, bu durum para arzının içselleşmesini sağlamıştır. Minsky tarafından ileri sürülen ikinci etki, bankaların ve diğer finansal kurumların bir takım yeniliklere gitmesidir. Bu durum finansal inovasyon (financial innovation) olarak adlandırılmaktadır. Yeni finansman teknikleri, portföy içerisinde yeni varlıkların yaratılması, bankaların pasif (yükümlülük) yönetimini ön plana çıkarmaları gibi gelişmeler finansal inovasyon kapsamında düşünülen gelişmelerdir. Sistem içerisinde bu tür yeniliklerin oluşması bankaların karlılıklarını artırmak istemelerinin sonucudur(Minsky, 1995, s.542-543). Bu tür gelişmeler, kendilerine yönelik kredi taleplerini karşılamalarında bankaları oldukça rahatlatmış ve bankalar tarafından paranın içsel olarak yaratılmasının önünü açmıştır.

Bankaların kredi taleplerini karşılayabilmeleri bankaların zengin olmalarından kaynaklanmaktadır. Bankalara doğru akan nakit akımları bankalardan dışarıya doğru akan nakit akımlarından büyük olduğu için bankalar, varlıkları ile yükümlülükleri arasına girebilmekte ve kredi olanakları artmaktadır. Ayrıca bankaların kredi seçimindeki yetenekleri (teknikleri) ve portföylerini dağıtmaları gibi hususlar bankaların yükümlülüklerinin kredileri karşılamasını oldukça kolaylaştırmaktadır(Minsky, 1995, s.549). Bankaların türev araçlara başvurarak çeşitli risklere karşı hedge olanaklarını kullanmaları da bankaları daha fazla kredi verme noktasında cesaretlendirmiştir.

Yerleşik iktisat içerisinde bankalarla para arzı arasındaki ilişki mevduat çarpanı aracılığıyla kurulmaktadır: bankalar kredi verirken öncelikle mudilerin yatırdıkları vadesiz mevduatlara bağlı olmak durumundadır. Yatırılan başlangıç mevduatlarına bağlı olarak mevduat çarpanı vasıtasıyla para arzı artışı gerçekleşir. Mevduat çarpanı da zorunlu rezerv oranının (rd) tersine eşittir ($1/rd$). Dolayısıyla bankaların para arzı yaratma kapasiteleri zorunlu rezerv oranlarına bağlı olarak belirlenmektedir.

Ancak Post Keynesyen İktisatçılara göre günümüzde bankaların kredi verebilme kapasiteleri rezervlere bağlı değildir. Bankalar öncelikle kredi verir daha sonra piyasadan veya Merkez Bankası'ndan gerek duyduğu rezervi borçlanır(Park, 2004, s.143). Dolayısıyla bankalar kredi verirken rezervlerin genel durumuna bakmazlar. Bir bankanın kredi verip vermemesi mevduatlarından daha ziyade rezervlerin fiyatlarına ve bankaların bekledikleri kâr oranlarına bağlı olarak belirlenecektir(Wray, 1998, s.107). Bu sistem içerisinde mevduatlardaki artış kredilerdeki artışa bağlıdır. Kredi artışı da rezervlere bağlı değildir. Banka herhangi bir firma ile kredi anlaşması yaptığında firma bankadan aldığı bu krediyle üretim sürecini başlatacak ve üretim faktörlerine ödemelerde bulunacaktır. Üretim faktörlerine yapılan ödemeler üretim faktörlerinin gelirini oluşturacaktır. Bu gelirler de bankacılık sektörüne tekrar mevduat olarak yatırılacaktır. Sonuç olarak bankacılık sektöründeki toplam kredi miktarı artmış olacaktır. Bankalar bu aşamada artan mevduata karşılık bulundurmaya zorunda oldukları zorunlu rezerv miktarını karşılamak için ya kendi aralarında borçlanacaklar veya Merkez Bankası'ndan borç alacaklardır. Bu süreçte öncelik kredilerdedir. Bu süreçte bankaların Merkez Bankası'ndan nakit rezerv borcu alması parasal tabanda yani para arzında artışa neden olacaktır. Firmalar bankalara borçlarını geri ödedikçe bankalar da Merkez Bankası'na olan borçlarını ödeyeceklerinden parasal taban ve para arzı azalacaktır. Dolayısıyla para arzındaki artış içseldir ve talep tarafından belirlenmektedir(Marselli, 1993, s.571-72).

Bankalardaki mevduatlarla krediler arasındaki nedensellik ilişkisinin yönü önemlidir; kredilerin mevduatları oluşturması ve artan mevduatların rezerv artışına neden olması Post Keynesyenlerin ittifakla kabul ettikleri görüştür. Finansal sistemin gelişmesiyle ilgili yukarıdaki kısımlarda anlatılan Chick'e ait görüşler bu konu hakkında bilgi vermektedir. Bankalar firmalara kredi verdikten sonra verilen kredilerin yarattığı gelirler tekrar bankacılık sistemine mevduat olarak dönmekte ve mevduatlar da bankaların rezervlerini artırmaktadır. Post Keynesyenlere göre bankaların rezervlerini ve dolayısıyla kredi verebilme kapasitelerini artıran unsur sadece Merkez Bankası'ndan elde edilen reeskont kredileri ya da firmalara verilen kredilerin yarattığı mevduatlar değildir. Aynı zamanda hükümetin kamu finansman ihtiyaçlarından dolayı yapmış olduğu açık harcamaları da (deficit spending) bankaların rezervlerini artırmaktadır.

Bunun için Hazine'nin Merkez Bankası'ndaki hesabını kullanması ve harcamalarını bu hesaptan çekeceği parayla karşılması gerekmektedir. Hazine bu hesabı kullanarak piyasaya para sürdüğünde bu paralar bazı iktisadî birimlerin gelirlerini ve bankalardaki mevduatlarını artıracak ve artan mevduatlar da rezervleri genişleterek bankaların kredi verebilme kapasitelerini artıracaktır. Burada mevduatları artıran ana unsur tasarruflar değil kamunun açık harcamasıdır*.

Bankaların rezervlerini artırabilmelerini sağlayan başka bir durum da ekonomi dışı açıkken bankaların yurt dışından borçlanabilmeleridir. Bu da bankaların kredi verebilme kapasitelerini artıracaktır(Marselli, 1993, s.573-574).

Bankacılık sisteminde, bankaların MB'nin uyguladığı rezerv gereksiniminden kurtulmak için başvurdukları bazı araçlar vardır. Bu araçlar sayesinde bankalar rezervlere bağlı kalmaksızın kredi verebilmektedirler. Bu araçlar bilanço dışında yer alır ve bilanço dışı yükümlülükler kalemi altında takip edilirler. Bu araçlar türev finansal araçlar olarak tanımlanan araçlardır. Vadeli döviz alım satım işlemleri, faiz ve para swapları ve opsiyonlar bankacılık sektöründe kullanılan başlıca türev araçlardır. Bu tür araçlar borsa gibi organize piyasalarda alınıp satılabildiği gibi tezgâh üstü alım satım işlemleri de yapılmaktadır. Bu tür araçlar özellikle 1980'li yıllardan sonra artan rekabet ortamında gelişmişlerdir(Ersan, 1997, s.1). Firmalar bankalardaki kredi limitlerini tükettiklerinde ve yeni kredi ihtiyaçları hâsıl olduğunda banka, müşterisi olan firmaya ek kredi sağlamak için çeşitli yollara başvuracaktır. Banka, diğer bankalarla veya finansal kurumlarla yapmış olduğu anlaşmalar çerçevesinde bu tür durumlar için acil nakit ihtiyaçlarını onlardan karşılayabilecektir. Örneğin future piyasa anlaşmaları yapabilecek ya da faiz ve döviz swaplarına başvurabilecektir. Bankalar bu sayede bilançolarında herhangi bir genişleme olmaksızın likiditelerini artırabileceklerdir. Ayrıca bu tür araçlar kullanılarak piyasa riski, kredi riski, ülke riski gibi bazı risklerin

* Burada para arzını artıran unsur kamu açıklarının parasallaştırılmasıdır. Türkiye'de Hazine'nin Merkez Bankası kaynaklarını kullandığı 1990'lı yıllarda MB'nin yürüttüğü parasal hedefleme politikasının başarısız olmasının temel nedeni de budur: Hazine her yıl bütçe açıklarının belirli bir oranı kadar Merkez Bankası'ndan borçlandığı için para arzı önemli oranda artmış ve Merkez Bankası parasal hedeflerine ulaşamamıştır. Bu dönemde Türkiye'de para arzı içseldir ve para arzının içselliğinin temel nedeni kamu finansman gereğidir. 2000'li yıllarda Hazine'nin Merkez Bankası kaynaklarını kullanmasına son verildiği için kamu finansman gereği artık para arzını içsel olarak artırmayacaktır. Bununla ilgili ayrıntılı bilgi üçüncü bölümde verilecektir.

hedge edilmesini de sağlayabilirler. Ancak burada olan şey sistemdeki riski yaymaktır yoksa riskin tamamen ortadan kaldırılması değildir. Dolayısıyla bu tür araçların yoğun olarak kullanılması bir bütün olarak finansal sistemde risk birikimi anlamına da gelebilmektedir(Wray, 1990, s.213-216).

3-2-2- Bankalar ve Pozitif Eğimli Para Arzı Eğrisi

Yapısalcı Post Keynesyen İktisat içerisinde para arzı eğrisinin pozitif eğimli olduğu kabul edilir. Para arzı eğrisinin pozitif eğimli olması, para arzının tek başına MB'nin kontrolünde olmadığını, ama para arzının belirlenmesinde MB'nin de tamamen dışlanmadığını ifade eder. Merkez Bankası ile birlikte bankalar ve diğer finansal araçlar da para arzının belirlenmesinde etkidir.

Para arzı eğrisinin pozitif eğimli olmasına yol açan iki mekanizmadan söz edilebilir. Bu mekanizmalardan birincisi MB'nin uyum derecesi ile ilgilidir. Buna göre para talebi faiz oranlarının artması pahasına karşılanmaktadır. Çünkü Merkez Bankası finansal sistemin taleplerine uymayı kabul etmeyebilirler ve iskonto penceresi gibi çeşitli araçlarla müdahale edebilir. Ayrıca Merkez Bankası finansal sistemin ihtiyaçlarına cevap vermediğinde bankalar kredi taleplerine cevap verirken daha maliyetli fonlara yönelecekler bu da kredi maliyetlerini yükseltecektir. Para arzı eğrisinin pozitif eğimli olmasına neden olan ikinci mekanizma MB'nin dışında finansal sistemde yer alan diğer aktörlerle ilgilidir. Buna göre, Merkez Bankası tam uyum gösterse bile faiz oranları yine de artabilecektir. Çünkü bankalar veya diğer finansal araçlar likit olmayan bir pozisyonda olabilirler. Ya da bankaların geleceğe yönelik bakış açılarındaki belirsizlik artabilir(Lavoie, 1996, s.277). Bankaların likidite tercihleri düşük olduğu zaman para arzının para talebine cevap verme derecesi artar, yüksek olduğu zaman azalır. Bu durum, Merkez Bankası bankacılık sektöründen gelecek rezerv taleplerine tam uyum gösterse bile oluşacaktır. Yani belirli bir faiz oranında Merkez Bankası, bankalardan gelen her türlü talebe olumlu cevap verse bile para arzı eğrisi pozitif eğimli olacaktır. Bunun nedeni de bankaların davranışlarıdır(Dow ve Dow, 1989, s.151,158).

Bankalar, piyasadan gelen kredi taleplerinin karşılanmasında pasif birer aracı durumunda değildir. Kredi vermek isteyen bankalar likidite durumlarına bakarlar ve daha sonra verecekleri kredi miktarını ve bu krediye uygulayacakları faiz oranlarını belirlerler(Fontana, 2002, s.153). Bankaların piyasadan gelen her türlü kredi talebini karşılamamalarının bazı nedenleri vardır. Bankaların, kredilerin geri dönmeme riskine maruz kalmaları ve faiz oranlarını da bu riski karşılayacak şekilde yükseltmemeleri kredi tayinlaması yapmalarına neden olmaktadır. Ayrıca bankalar piyasa hakkında genellikle kredi talebinde bulunanlardan daha fazla bilgiye sahiptirler. Kredinin talep edildiği piyasa veya endüstri koşulları hakkındaki bilgiler eğer o piyasaya yönelik olumsuz bazı sinyaller veriyorsa o piyasadan gelecek kredi taleplerinin geri çevrilmesine neden olacaktır. Geleceğin belirsizliğinden dolayı bankalar geleceği tam olarak göremezler ancak göz kararı kuralına (by rule of thumb) göre karar verirler. Bu durum bir takım rasyonel olmayan sonuçlara neden olsa da, örneğin gereği yokken kredilerin kısıtlanması gibi, bankacılar yine de bu kurala göre davranacaktır(Wray, 1998, s.110). Dolayısıyla bankalar, gelen kredi taleplerinin karşılanmasında yüksek faiz oranlarını talep edebilmekte veya eğer gerekiyorsa kredi taleplerine olumsuz cevap da verebilmektedirler. Bankaların likidite tercihleri büyük oranda geleceğe yönelik güven derecesi ile ters yönlü bir ilişki içinde olduğu için bankacılık kesimi geleceğe yönelik güvenini ve iyimserliğini kaybetmeye başlayınca ekonomiye sundukları kredi-parayı kılmaya ve daha likit bir pozisyona geçmeye çalışırlar. Bu şekilde davranmaları ekonomiye zarar verse de öyle davranmaya devam edeceklerdir çünkü geleceğe yönelik güven dereceleri azalmaya başlamıştır(Rochon, 1997, s.290).

Bankalar, karlılık ve likidite tercihlerine bağlı olarak bir portföy tercihinde bulunurlar. Bu tercihe bağlı olarak ellerindeki fonları isterlerse finansal dolaşıma isterlerse endüstriyel dolaşıma sürerler. Bankalar ellerindeki fonları, kamu kâğıdı aldıklarında finansal sisteme, bir firmanın yatırımlarının finansmanına yönlendirirlerse endüstriyel dolaşıma sürmüş olurlar. Para otoritelerinin para arzını etkilemeye yönelik politikalarının nihai etkisi bankacılık sektörünün portföy tercihine bağlıdır. Eğer bankacılık sektöründe portföy tercihleri rezervlerin endüstriyel dolaşıma çıkmasını engelleyecek nitelikte ise endüstriyel sektörde paranın bulunması zorlaşacaktır. Bu durum iktisadî çevrim dönemlerinde daha net bir şekilde ortaya çıkar. Çevrimin

yükselme aşamasında değişen risk algılamasına da bağlı olarak bankalar ellerindeki rezervleri likiditesi oldukça düşük varlıklara yönlendirebilirler çünkü bu varlıkların fiyatlarının artacağı yönünde bir beklentiye girmişlerdir(Carvalho,1992, s.113).

Bankalar kendilerine gelen ek kredi taleplerini karşılarken bilançolarını genişletirler ve daha az likit bir pozisyona geçerler. Bankaların daha az likit bir pozisyona geçmeleri bankaların riskini artırır. Bankalar artan bu risklerine karşılık kredi faiz oranlarını yükseltirler. Bu, bankaları daha fazla kredi vermeye ikna etmek için faiz oranlarının yükseltilmesi gerektiği anlamına gelir.

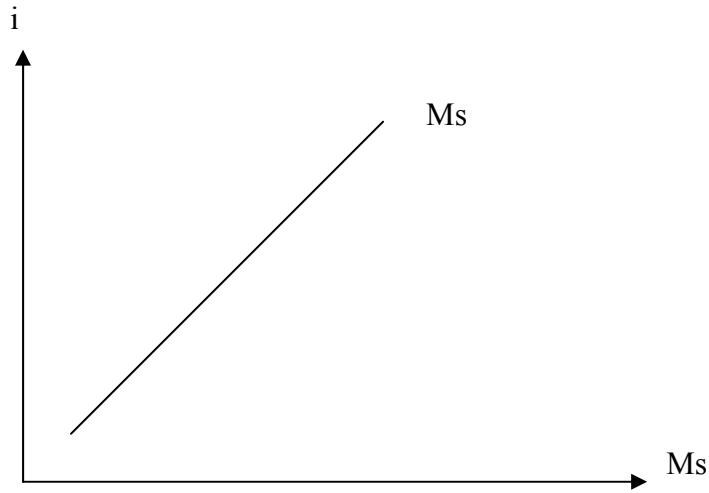
Bankaların uyguladıkları pasif yönetimi, bankalara var olan rezervlerin etkinliğini artırarak aynı rezerv miktarının daha fazla krediyi olanaklı kılmasını sağlamaktadır. Şöyle ki bankalar hane halklarıyla yaptıkları anlaşmalar gereği hane halklarının elinde bulunan daha yüksek likiditeli varlıkları (vadesiz mevduatları) daha düşük likiditeli varlıklarla (vadeli mevduatlara) değiştirmeye ikna ederler. Daha düşük likiditeli vadeli mevduatları veya tasarruf mevduatları için bankalar daha az zorunlu karşılık ayıracaktır. Böylece bankalar, vadesiz mevduatları vadeli mevduatlara dönüştürerek var olan rezervlerden daha fazla kredi verebilme imkânını elde etmiş olacaktır. Bu da para arzının içselliğini sağlayan bir mekanizmadır(Davidson, 1995, s.457). Bu ise faiz oranlarının artmasına yol açacaktır.

Bankaların portföy kararları karlılık ve likidite tercihinin bir araya getirilmesi ile belirlenmektedir. Bankalar, esasında spekülatif birimlerdir. Çünkü varlıkları yükümlülüklerinden daha az likittir. Varlıklar ile yükümlülükler üzerindeki faiz oranları farkı bankaların karlılıklarını belirlemektedir. Bankalar likidite tercihlerine bağlı olarak hangi varlıkları satın alacaklarına hangi yükümlülükleri de piyasaya süreceklerine karar verdiklerinde piyasadaki para arzı da bu kararlar neticesinde değişecektir(Carvalho, 1995, s.27). Bankaların likidite tercihleri; alternatif varlıklardan beklenen getirilere, bu beklentilerdeki güven derecesine, piyasa faiz oranlarında beklenen artışa bağlı olarak değişecektir. Bunların yanı sıra bankaların uluslararası kurumlardan kredi elde edebilme yetenekleri ve bu kredilerdeki vade yapısı da yurt içi bankaların likidite tercihlerini etkileyecektir. Eğer uluslararası bankalardan kredi elde etme imkânları azalıyorsa ve bu kurumlardan elde edilen kredilerin vadesi giderek azalıyorsa yurt içindeki bankaların

likidite tercihleri artacak, artan likidite tercihi de kredi faiz oranlarının yükselmesine neden olacaktır(Dow ve Dow, 1989, s.155). Dolayısıyla bankaların risk değerlendirmeleri ve likidite tercihleri para arzı eğrisinin pozitif eğimli olmasına neden olacaktır.

Yapısalcı Post Keynesyenlere göre bankaların piyasadan gelen kredi taleplerine tam uyum göstermesini engelleyen nedenler sadece bankaların kendi risk değerlendirmeleri ve likidite tercihleri değildir. Bankalar aynı zamanda MB'nin bir takım politika araçlarıyla da etkilenebilmekte ve kredi verebilme kapasiteleri kısıtlanabilmektedir. MB'nin bankaları etkileyebilmesinin nedenlerinden birisi devletin, banka parasının fiat paraya konvertibilitesini kabul etmesidir. Bu durumda banka parası bir nevi devlet parası (state money) olmaktadır. Bundan dolayı Merkez Bankası, banka parasının miktarını belirleyebilmektedir(Wray, 1998, s.168). Merkez Bankası, bankaların kredi verebilme kapasitelerini kısıttan sonra bankalar, faiz oranlarını artırarak bile olsa kredi talebini karşılamak için çeşitli yollara başvururlar. Örneğin bankalar, MB'nin uygulamış olduğu daraltıcı para politikalarına karşı finansal yenilikler (financial inovasyon) geliştirebilmede başarılı olabilirlerse kredi talebinin neden olacağı faiz artışının boyutu da düşük olacaktır(Itoh ve Lapavitsas, 1999, s.239). Dolayısıyla para arzı faiz oranlarının artması pahasına artmış olacaktır. Bankaların piyasadaki para talebini karşılamaları likidite tercihlerine bağlı iken likidite tercihi de, yukarıda belirtilen bazı nedenlerin yanında, ekonominin genel durumuna da bağlıdır. Eğer ekonomi genişleme döneminde ise, bütün iktisadî karar birimlerinin geleceğe yönelik beklentileri olumlu olacaktır. Genişleme döneminde tüketim harcamaları artacak, tüketim harcamalarında meydana gelen artış girişimcilerin hayvani duygularına (animal spritis) etki ederek yatırım planlarını olumlu yönde etkileyecek ve yatırım harcamaları artacaktır. Genişleme döneminde hem banka dışı özel kesimin hem de bankaların geleceğe yönelik risk değerlendirmeleri olumlu olduğu için firmaların mali piyasalardan borçlanma imkânları kolaylaştığından firmaların borç / öz sermaye oranları artacaktır. Bu durumda para arzının kredi para talebine uyum derecesi oldukça yüksek olacaktır. Ancak piyasada beklentiler kötüleşmeye başladıktan sonra süreç tersine dönecektir; artan risk priminden dolayı bankaların borç verme istekleri azalacak ve firmaların borç / öz sermaye oranları düşecektir(Dow ve Dow, 1989, s.159). Bu durumda para arzının

para talebine uyum derecesi oldukça düşecektir. Firmalar daha fazla kredi elde etmek için daha yüksek faiz ödemek durumunda kalacaklar ki bu durumda para arzı ile faiz oranları arasında pozitif bir ilişki oluşacak ve sonuçta para arzı eğrisi pozitif eğimli olacaktır.



Şekil 2: Pozitif Eğimli Para Arzı Eğrisi

Para arzı eğrisinin pozitif eğimli olmasının anlamı, bankaların MB'nin rezervleri kısıtlamak amacıyla uygulamış olduğu politikalardan kaçınma derecelerinin çok yüksek olmamasıdır. Dolayısıyla kredilerle parasal taban arasındaki ilişki çift yönlüdür: hem MB'nin uyguladığı politikalar hem de bankacılık kesiminin karar ve davranışları para arzı üzerinde etkilidir. Para arzı eğrisi bundan dolayı Yapısalıcı Post Keynesyen İktisat içerisinde ne yataydır ne de dikeydir ancak pozitif eğimlidir. Bu sebeplerden dolayı Yapısalıcı Post Keynesyen İktisadın para arzı ile krediler arasında nedensellik bağlamındaki görüşleri yerleşik iktisatla Uyumcu Post Keynesyen İktisadın ortasında yer almaktadır.

3-2-3- Faiz Oranlarının İçselliği

Yapısalcı Post Keynesyen İktisatçılar hem para arzının hem de faiz oranlarının içsel olduğunu kabul ederler. Faiz oranlarının içselliğini ve pozitif eğimli para arzı eğrisini açıklamak için, yukarıda da belirtildiği üzere, iki durum ileri sürülmektedir. Birincisi, MB'nin uyum derecesi, ikincisi ise iktisadî karar birimlerinin likidite tercihleridir. Merkez Bankaları belirli kısıtlar altında çalıştıkları için her kredi talebine pasif bir şekilde uyum göstermeleri oldukça zordur(Fontana, 2002, s.151). Faiz oranları; Merkez Bankası, hane halkları ve bankalar arasındaki ilişkiler neticesinde artar veya azalır. Aynı zamanda likidite tercihindeki artış ve azalışlar da faiz oranları üzerinde artışlara ya da azalışlara neden olacaktır. Faiz oranlarının belirlenmesinde Merkez Bankası tek söz sahibi değildir.

Yapısalcı Post Keynesyenler, Uyumcu Post Keynesyenler tarafından ileri sürülen faiz oranlarının dışsallığına karşı çıkmakta ve Moore'un bu konudaki, birinci bölümde anlatılan, görüşlerini eleştirmektedir. Wray'a göre Merkez Bankası belirli bir faiz oranını dışsal olarak belirledikten sonra oluşacak rezerv talebini pasif bir şekilde karşılamak zorunda değildir. Faiz oranlarının Merkez Bankası tarafından dışsal olarak belirlendiği ve bu faiz oranlarında istenilen rezervlerin Merkez Bankası tarafından pasif olarak karşılanacağı şeklindeki görüşe karşı iki eleştiri getirilmektedir. İlk olarak böyle bir görüş yerleşik iktisadın faiz oranları ya da rezervlerin hedeflenmesi arasındaki politika tercihinin yönelik açıklamalarıyla aynıdır. Yerleşik iktisat içerisinde de MB'nin ya faiz oranlarını ya da rezerv büyüklükleri hedeflemesi gerektiği bunlardan birini hedeflediğinde diğeri üzerindeki kontrolünü kaybettiği ileri sürülmektedir. İkinci eleştiri MB'nin faiz oranlarını dışsal olarak belirledikten sonra niçin rezerv talebini karşılamak zorunda olduğuna yöneliktir. Bu soruya Uyumcu Post Keynesyenlerin verdikleri cevap genellikle Merkez Bankalarının en son ödünç veren merci (lender of last resort) olmalarıdır ki bu özellikleri sayesinde bankacılık sektöründeki krizleri önlerler. Bundan dolayı bankacılık sektöründen gelen kredi talebini karşılarlar(Wray, 2004a, s.2). Ancak Merkez Bankası gelen tüm kredileri karşılasa bile yine uyumcu yaklaşımla yapısalcı yaklaşım arasında fark olacaktır(Palley, 1996, s.530). Çünkü Merkez Bankası tam uyum

gösterse bile bankaların likidite tercihleri ve risk algılamaları faiz oranlarını yükseltecektir.

Faiz oranlarının içselliği veya dışsallığı konusunda kurumsal düzenlemeler önemlidir. En önemli kurumsal düzenleme de döviz kuru rejimleridir. Uygulanan döviz kuru rejimine bağlı olarak para ve maliye politikalarının piyasalar üzerindeki etkileri de farklı şekillerde ortaya çıkacaktır(Wray, 2004a, s.5).

Yapısalcı Post Keynesyen analizde hükümetlerin neden olduğu bütçe açıklarının ve bütçe fazlalarının para arzı ve faiz oranları üzerinde önemli etkileri vardır. Esnek döviz kuru sistemlerinde hükümetlerin açık bütçe harcamaları bankacılık sisteminde fazla rezervlere yol açacak ve bankacılık sistemi de bu fazla rezervleri bankalar arası borç piyasasına sürecektir. Bankalar arası piyasalarda borç para imkânları kolaylaşacağı için gecelik borçlanma faizleri düşecektir. Merkez Bankası piyasaya müdahale ederek faiz oranlarının daha fazla düşmesini engelleyici yönde bono satışında bulunacak ve böylece aşırı rezervleri piyasadan çekerek aşırı rezervlerin faiz oranları üzerindeki etkisini kaldıracaktır. Eğer hükümet, bütçenin fazla vermesine neden olmuşsa o zaman bankacılık sisteminde rezervler azalacak, bankalar arası borç piyasasından borçlanmak zorlaşacak, gecelik faiz oranları yükselecek ve Merkez Bankası bono alarak piyasaya müdahale edecek ve faiz oranlarının yükselmesini önleyici operasyonlarda bulunacaktır. Görüldüğü üzere hükümetlerin bütçeye açık veya fazla verdirmeleri, para arzı ve faiz oranları üzerinde etkide bulunmakta ve bono alım veya satımlarına neden olmaktadır. Burada faiz oranları bankacılık sisteminin davranışlarından da etkilenmekle birlikte kontrol anlamında dışsallığını korumaktadır. Yani esnek döviz kuru rejiminde, faiz oranları sadece kontrol anlamında dışsaldır(Wray, 2004a, s.6).

Sabit kur uygulamalarında hükümetler yerli para ile yabancı para arasındaki pariteyi devam ettirmek için yeterli düzeyde rezerv bulundurmak zorundadır. Eğer özel bankalar da konvertibl hesap hizmeti veriyorlarsa onlar da yeterli düzeyde rezerv ayırmak zorunda kalacaktır. Sabit döviz kuru uygulandığında hükümetlerin bağımsız para ve maliye politikası uygulamaları zorlaşmaktadır. Sabit döviz kuru rejiminde hükümetlerin bütçe açıkları verecek şekilde harcama yapmaları da oldukça zordur hatta

dış ticaret fazlası yoksa tehlikelidir. Çünkü bütçede açık verdirecek şekilde harcamaların artması hem kamunun özel sektörle rekabet ederek borçlanması hem de MB'nin döviz rezervlerini sabit tutmak zorunda olmasından dolayı faiz oranları artacaktır. Faiz oranlarının artması kurun değer yitirmesine ve enflasyonun oluşmasına yol açacaktır. Yürütülen para politikaları kuru sabitlenen düzeyde muhafaza etmeye yönelik olduğu için faiz oranlarına yönelik hedefler yabancı para rezervlerini korumak için gerekli olan faktörler tarafından belirlenecektir ki bu da faiz oranlarını içselleştirmektedir(Wray, 2004a, s.7).

Faiz oranlarıyla esnek döviz kuru arasındaki ilişkinin niteliği ve bu ilişkinin ekonomiye etkileri, döviz kuru rejimi ile birlikte ekonominin hangi çevrim aşamasında bulunduğu ve dış ticaret hesaplarına da bağlıdır. Genişleme aşamasında döviz kurları ne kadar az esnek olursa içeriye doğru daha fazla sermaye girişi olacaktır. Ayrıca yurt içi varlıkların nispi karlılıklarında beklenen artışlar hem yurt içindeki yatırımcıların hem de yabancı yatırımcıların yurt içi varlıklara yönelik talebini artıracak bu da finansman kolaylıklarına neden olacaktır. Daralma aşamasında ise döviz kurlarının esneklik derecesi azaldıkça yurt dışına sermaye çıkışı olacaktır. Daralma aşamasında yurt içi varlıkların nispi karlılıklarının da azalması beklendiği için yurt içi varlıklara yönelik hem yerli hem de yabancı yatırımcıların talepleri azalacak ve finansman olanakları daralacaktır. Bu da faiz oranlarının yükselmesine yol açacaktır. Bunların yanı sıra ithalat ve ihracat oranları arasındaki ilişki sermaye akımlarını ve faiz oranlarını etkileyecektir. Ancak esnek döviz kuru sistemlerinde ithalat ve ihracat arasında denge kurulsa bile bu sefer spekülasyon bir takım nedenlerle uluslararası finansal akımlar ve yurt içi faiz oranları etkilenecektir(Arestis, 1997, s.69).

3-3- Merkez Bankası ve Para Arzı

Yapısalcı Post Keynesyen Yaklaşım içerisinde, para arzının belirlenmesinde MB'nin davranışları önemlidir. Merkez Bankası, Uyumcu Post Keynesyen Yaklaşım içerisindeki iktisatçıların ileri sürdükleri gibi, gelen her türlü kredi talebine olumlu cevap vermemektedir. MB'nin yapmış olduğu çeşitli işlemler ve bu işlemlere bankaların

vermiş oldukları tepkiler para arzının belirlenmesinde önemlidir. Örneğin MB'nin özel bankalardan varlık satın alması durumunda bankaların varlık ve yükümlülük dengeleri yani bilanço yapıları değişecektir. Bankalar bilanço yapıları değiştikten sonra hangi varlıkları satın alacakları ve ne zaman satacakları konusunda bir takım yeni kararlar vermek zorunda kalacaktır. Bilançonun aktif tarafı pasif tarafıyla da ilişki olduğu için bankalar aynı zamanda aktifleri değiştiğinde pasifleriyle ilgili de bir takım kararlar vermek zorunda kalacaktır. Aktif ve pasif kalemlerdeki değişiklikler bankanın risk yapısını da değiştireceği için bankalar faiz oranlarının yapısını da gözden geçirecekler ve bir takım değişikliklerde bulunacaklardır(Palley, 1998, s.171).

Yukarıda da belirtildiği üzere Merkez Bankası, bankalardan varlık satın aldığı anda bankaların bilançoları değişmektedir. Günümüzde bankalar pasif yönetimi çerçevesinde, gerekli rezervleri karşılarken hem hane halklarından hem de Merkez Bankası kaynaklarından yararlanabilirler. Bankalar hane halklarından likit varlıkları alıp daha düşük likiditeye sahip varlıkları vermektedir (vadesiz mevduatların vadeli mevduatlara dönüştürülmesi). Bunun için hane halklarına belirli bir faiz ödemesinde bulunulması gerekmektedir. Merkez Bankası bankalara alternatif kaynaklar sunarak para arzının faiz esnekliğini biraz daha ılımlı hale getirebilir. Burada para arzının içselliği konusunda önemli olan nokta, bankaların para arzını içsel olarak yaratmalarında tek başına Merkez Bankası'na bağımlı olmamalarıdır. Merkez Bankaları para arzının faiz esnekliğini yükseltseler bile bankalar hane halklarına yönelebilirler. Ancak Merkez Bankalarının son ödünç veren merci olmaları ve finansal sistemin istikrarını önemsemeleri Merkez Bankalarının bankalara karşı çok da sıkıcı politikalar izlemelerini engellemektedir(Davidson, 1995, s.457).

Wray, para arzının içselliğini ve dışsallığını, aşağıdaki basit model yardımıyla açıklamaktadır (Wray, 1992, s.1146-1147):

$$M_t = B_{11}X_t + B_{12} M_{t-1} + B_{13}X_{t-1} + Z_{1t}$$

$$X_t = B_{21}M_t + B_{22} X_{t-1} + B_{23}M_{t-1} + Z_{2t}$$

$$M_t = \text{Para arzını,}$$

X_t = İçsel değişkenleri,

Z_t = Rassal dışsal değişkenleri temsil etmektedir.

Wray, bu modeli temel alarak dışsallıkla ve içsellikle ilgili bir takım tanımlar sunmaktadır:

Teorik Anlamda Güçlü Dışsallık: Eğer bir değişken, model içerisindeki tüm içsel değişkenlerden bağımsızsa o değişken teorik anlamda güçlü bir dışsallığa sahiptir. $B_{11}=0$ ve $B_{13}=0$ olur.

Teorik Anlamda Zayıf Dışsallık: Eğer bir değişken model içerisindeki tüm içsel değişkenlerin şimdiki değerlerinden bağımsız ama geçmiş değerlerine bağımlı ise o değişken teorik anlamda zayıf bir dışsallığa sahiptir. Yani $B_{11}=0$ olur ve $B_{13} \neq 0$ olur. Zayıf dışsallık durumunda Merkez Bankası ekonomideki gidişata yönelik bir tepki fonksiyonuna sahip olabilir. Politika kuralı teorik anlamda dışsallığı belirler. Burada önemli olan politika kuralının tanımlanmasıdır; eğer politika kuralı tüm içsel değişkenleri görmezden geliyorsa güçlü teorik dışsallıktan söz edilebilir.

Teorik Anlamda Güçlü İçsellik: Eğer bir değişken, modeldeki içsel değişkenler tarafından belirleniyorsa o zaman güçlü teorik içsellikten bahsedilebilir. $B_{11} \neq 0$ ve $B_{13} \neq 0$ olur. Yukarıdaki modelde para arzı tamamen içsel değişkenler tarafından belirlenmektedir.

Uç Teorik İçsellik: Para arzı tamamen içsel değişkenler tarafından belirlenmektedir. Modelde tüm içsel değişkenler para arzını belirliyor iken Z ile gösterilen rassal dışsal değişkenlere yer verilmemektedir. Para arzı ile para talebi aynı şeylermiş gibi ele alınmaktadır. Wray'a göre (1992, s.1153) Moore tarafından geliştirilen yatay para arzı yaklaşımı para arzı açısından uç teorik içselliği temsil etmektedir.

Modelde para arzı yerine faiz oranları da konulabilir. Eğer faiz oranları hiçbir içsel değişkene bağlı olmadan belirleniyorsa faiz oranlarının güçlü bir dışsallığa sahip

olduğu söylenebilir. Eğer faiz oranları model içerisindeki içsel değişkenler tarafından belirleniyorsa güçlü bir içsellikten bahsedilebilir.

Yapısalcı Post Keynesyenlere göre güçlü teorik içsellik geçerli olduğu için hem para arzı hem de faiz oranları güçlü bir içsellığe sahiptir. Yani hem para arzı hem de faiz oranları tek başına MB'nin kontrolünde değildir. Merkez Bankası, bankalar, hane halkları, girişimciler gibi iktisadî sistem içerisindeki bütün iktisadî birimler arasındaki ilişkiler hem para arzının hem de faiz oranlarının belirlenmesinde önemli bir yere sahiptir. Yukarıdaki model dikkatle incelendiğinde para arzı içsel değişkenler tarafından belirlenmekte iken içsel değişkenler de para arzından etkilenmektedir. Yani para arzı ile içsel değişkenler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi vardır*.

Yapısalcı Post Keynesyen İktisat içerisinde para arzı tek başına MB'nin kontrolü altında değildir. Ancak Merkez Bankaları tam anlamıyla pasif bir aktör durumunda da değildirler. Merkez Bankalarının bankalar üzerinde etkinliği ve yaptırımları vardır. Bankalar, Merkez Bankasından kredi talebinde bulunurken Merkez Bankası bu kredi talebine olumlu veya olumsuz cevap verebilir ya da sahip olduğu para politikası araçlarıyla bankaların kredi kullandırabilme kapasiteleri üzerinde etkide bulunabilir. Bu noktadaki temel tartışma noktası, MB'nin para arzı üzerindeki kontrolünün içsel para arzı görüşünden bir sapmayı ifade edip etmediğidir. Wray'a göre MB'nin piyasa üzerinde yaptırım gücüne sahip olduğunun kabul edilmesi içsel para arzı görüşünden bir sapmayı ifade etmez. Merkez Bankası her ne kadar bankaların kredi yaratma kabiliyetlerini kısıtlasa da bankalar kredi değerli müşterilerinin kredi taleplerini geri çevirmeyecektir. Ayrıca Merkez Bankaları sadece kredi miktarını değil kredi fiyatını da etkileyebilir. Kredi fiyatı etkilendiği zaman bu, para arzının tamamen kısıldığı anlamına gelmez(Wray, 1992, s.1164).

Yukarıda bankacılık kesiminin yükümlülük yönetimini geliştirdikleri konusuna değinilmişti. Eğer Merkez Bankası para arzını kısmaya çalışırsa bankalar çıkardıkları mevduat sertifikalarıyla veya Euro - Dolar piyasasından veya menkul kıymetler piyasası gibi diğer bir takım piyasalardan elde edecekleri fonlarla MB'nin bu politikasından

* Bundan dolayı, tezin ekonometrik uygulama kısmı, para arzı ile özel bankaların verdikleri krediler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin olduğu varsayımından hareketle yapılmıştır.

kaçınabilme imkânları elde edebilmektedir(Pollin, 1991, s.374). ABD’de 1966 yılında yaşanan mali kriz bu teorik konuya ışık tutacak niteliktedir. 1966 yılında mali kriz baş gösterdiğinde Merkez Bankası iskonto penceresini daraltmış ve bankalara da Merkez Bankası’ndan yüksek güçlü parayı biraz geç alabilecekleri sinyalinin vermişti. Yani Merkez Bankası bu politikasıyla bankalardan gelecek her türlü krediyi karşılama garantisini vermemiş oldu. Ancak bankalar her ne kadar Merkez Bankası sıkı para politikası uygulasa bile Euro - Dolar piyasasından ihtiyaç duydukları krediyi aldılar. Sonuç olarak Merkez Bankası, bankalardaki bazı para türlerini kısma da bankalar yeni para türleri (Euro-Dolar) ile MB’nin bu kısıtlamasından nispi olarak kurtulmuş oldular(Dickens, 1999, s.428).

Merkez Bankalarının para arzı üzerindeki etkisi incelenirken Merkez Bankalarının tarihsel gelişim sürecini de iyi bilmek gerekir. Merkez Bankalarının öncelikle hükümetlere satın alma gücü sağlamak amacıyla kurulmuş olduğu ve bu çerçevede Merkez Bankası’na bazı konularda tekel gücünün verildiği unutulmamalıdır. Bir Merkez Bankası’na verilen en büyük tekel gücü de sadece kendisinin fiat parayı ihraç etmesidir. Merkez Bankaları kurulmadan önce piyasada birçok bankanın ihraç ettiği banknotlar bulunmaktaydı. Ancak Merkez Bankaları kurulduktan sonra fiat parayı temsil eden banknotları ihraç etme hakkı Merkez Bankalarına verildi. Zaman içinde Merkez Bankalarının ihraç ettiği banknotlar bankaların kendi aralarındaki hesaplarının dengelenmesinde rezerv olarak kullanılmaya başlandı. Daha sonra özel bankaların ihraç ettikleri yükümlülükler Merkez Bankalarının ihraç ettiği banknotlara konvertibl hale geldi. Bu durum Merkez Bankalarına, bankaların rezervleri üzerinde kontrolde bulunabileceği fikrini verdi. Merkez Bankaları bu kontrol işini iskonto penceresi aracılığıyla yapmaya başladı. Merkez Bankaları on dokuzuncu yüz yılın sonlarına doğru da en son ödünç veren merci olma fonksiyonunu yerine getirmeye başladı. Bu durum halkın bankalara güvenmelerine neden oldu. Çünkü banka parası Merkez Bankası parasına istendiğinde dönüştürülebiliyordu(Wray, 1996a, s.456). Aslında bankacılığın ve Merkez Bankacılığının gelişmesiyle birlikte finansal yapı içerisinde, ilgili kısımda da değinildiği üzere, piramit şeklinde bir yapı oluşmuştur. Bu yapının en altında banka dışı özel kesim tarafından ihraç edilen kredi paralar (senetler) yer almaktadır. Bankalar iskonto aracını işleterek bu özel senetlerin banka parasına dönüşmesini garanti

etmektedir. Merkez Bankası ise özel bankaların paralarını Merkez Bankası parasına (fiat paraya) dönüştürme garantisini vermektedir(Bell, 1998, s.6). Merkez Bankası iskonto penceresi aracılığı ile rezervler üzerinde kontrol sağlasa bile bankacılık sistemindeki faiz ödemelerinden dolayı fiat paranın miktarını sabitlememelidir.

Merkez Bankası ile Hazine arasındaki ilişkiler para arzının yaratılmasında önemlidir. Burada devletin, bankacılık sistemindeki rezervlerin belirlenmesinde önemli bir kaynak olduğu kabul edilmektedir. Şöyle ki, bankalardaki rezervler devletin bazı faaliyetlerinden dolayı değişebilir(Wray, 1998, s.165):

- Bankacılık sisteminden tahvil alınması
- Bankacılık sistemine borç rezerv verilmesi
- Hane halklarından mal ve hizmet satın alınması
- Hane halklarından tahvil alınması

Dört şıkta gösterilen nedenlerle bankalardaki rezervler artmakta iken devlete vergi ödenmesi ve devletin tahvil satması durumlarında da rezervler azalacaktır. Her ne kadar devlet, bankacılık sistemindeki rezervlerin önemli bir kaynağı ise de bankacılık sistemindeki rezervlerin kontrolü noktasında MB'nin etkinliği çok fazla değildir. Çünkü Merkez Bankası zorunlu rezerv miktarını belirlediğinde eğer sistemdeki toplam rezerv miktarı MB'nin belirlediği zorunlu rezervleri karşılayacak düzeyde değilse bankalardan bazıları zorunlu rezervleri karşılayamayacaktır. Bu durumda da Merkez Bankası rezerv sıkıntısı içindeki bankaya ek rezerv olanağını tanımak zorundadır. Bunun bir diğer nedeni de devletin özel bankaların paralarını vergi ödemelerinde kabul etmiş olmasıdır. Bu durumda talep olduğu zaman Merkez Bankası gerekli rezervleri bankalara sağlamak zorundadır(Wray, 1998, s.166). Bu da MB'nin etkinliğini azaltan unsurlardan birisidir.

Merkez Bankalarının para arzının artması için açık piyasa işlemlerine başvurarak rezerv miktarını artırmaya çalışması etkin bir yol olmayacaktır. Çünkü açık piyasa işlemleri yoluyla rezervler artırıldığı zaman, bankaların elinde zorunlu rezervlerden daha fazla rezerv olacağı için bu durum MB'nin belirlemiş olduğu faiz

oranlarını sıfıra doğru itecektir. Merkez Bankası belirlemiş olduğu faiz hedefinden sapmamak için piyasaya sürdüğu rezervleri tekrar geri almak için açık piyasa satışı yapmak zorunda kalacaktır(Wray, 1998, s.108). Dolayısıyla Merkez Bankalarının saldırgan açık piyasa işlemleri etkin bir yol değildir. Merkez Bankalarının daha ziyade savunmacı açık piyasa işlemleri yapmaları gerekir.

Merkez Bankalarının savunmacı bir şekilde açık piyasa işlemleri yapması hükümetin açık bütçe harcamaları için dengeleyici bir unsurdur. Hükümet açık bütçe harcaması yaptığında bankalarda bulunması gerekenden daha fazla rezerv bulunacağı için Merkez Bankası açık piyasa satışlarıyla bankalardaki fazla rezervleri alır ve piyasadaki fazla para azalır. Savunmacı açık piyasa işlemlerine, Hazine'nin bütçe fazlası elde ettiği dönemlerde de başvurulur. Bütçenin fazla vermesi bankacılık sisteminde rezervlerin net borçlu olmasına neden olacak ve bu durum gecelik faiz oranlarında artışa neden olacaktır. Merkez Bankası burada devreye girerek açık piyasa alımları yapar ve piyasada faizler üzerindeki baskı azalır(Wray, 2004a, s.6).

4- LİKİDİTE TERCİHİ VE İÇSEL PARA İLİŞKİSİ

4-1- Likidite Tercihinin Geleneksel Yorumu

Yapısalcı Post Keynesyen İktisatçıların para talebi ile ilgili olarak ileri sürdükleri görüşler, Keynes'in GT ve sonrasındaki çalışmaları temel alınarak geliştirilmiştir. Bu bağlamda para talebi; işlem, ihtiyat, spekülasyon ve finansman güdülerine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.

Keynes, GT'den önce yazmış olduğu *A Treatise On Money* adlı eserinde parayı endüstriyel dolaşım ve finansal dolaşım içerisinde ele almış ve para talebini bu çerçeve içerisinde açıklamaya çalışmıştır. Paranın endüstriyel dolaşımı ise hane halkları ve firmalar arasındaki dolaşım olarak ikiye ayırmıştır. Paranın endüstriyel dolaşımı, ekonomide üretilen mal ve hizmetlerin dolaşımını sağlayacak para miktarıdır ve bu amacı gerçekleştirmeye yönelik para talebi aktif para talebi olarak isimlendirilmektedir. Endüstriyel dolaşım büyük oranda gelir düzeyine bağlıdır. Hane halkları bu amaçla

parayı mal ve hizmetlerin satın alınması için talep ederken firmalar üretim faktörlerinin satın alınması ve nihai mal ve hizmetlerin satışı için talep etmektedir. Finansal dolaşımdaki para ise varlıklarla ilişkilidir ve Keynes'in, Klasiklerden farklı olarak, para talebine yönelik getirmiş olduğu yeni bir bakış açısıdır. Endüstriyel dolaşım ve finansal dolaşım şeklinde ayrılan para, finansal dolaşım içinde de aktif ve aktif olmayan para talebi olarak ikiye ayrılır. Aktif para talebi varlıkların alım ve satımı için talep edilen para iken, aktif olmayan para talebi faiz oranlarında gelecekte meydana gelebilecek değişiklikler için talep edilen paradır(Carvalho, 1992, s.102-103). Bu para talebi daha sonra, GT içinde işlem, ihtiyat ve spekülasyon amaçlı para talebi olarak ifade edilmiştir.

İktisadî karar birimlerinin likidite tercihinde bulunması Keynesyen İktisat içerisinde yer alan belirsizlik kavramıyla yakından alakalıdır. Belirsizlik koşulları, hem üreticilerin hem de tüketicilerin karar almalarını önemli derecede etkilemektedir. Bu etkilenme içerisinde likidite tercihi belirsizliği azaltan bir işlev görmektedir (Monvoisin ve Pastoret, 2003, s.19). Bu şekliyle likidite tercihi bir stok para talebidir.

Likidite Tercihi Teorisi dar anlamıyla bir para talebi teorisidir. Faiz oranlarıyla para talebi arasında bir bağın olduğu varsayımından hareketle para talebine açıklama getirmeye çalışır. Faiz oranları vasıtasıyla likidite tercihinde bulunulması, para talebi teorisi olarak Paranın Miktar Teorisi'ne bir alternatif olmaktadır. Çünkü Paranın Miktar Teorisi paranın sadece gelire bağlı olarak talep edileceği varsayımına bağlı iken Likidite Tercihi Teorisi'nde gelir yanında faiz oranlarındaki değişimler de para talebine etkide bulunmaktadır(Carvalho, 1992, s.98).

Bu çerçeve içerisinde likidite tercihi L_1 ve L_2 olarak ikiye ayrılabilir. L_1 ; hane halklarının harcamalarını karşılamak için ve geleceğin belirsizliğinden korunmak için, L_2 ; faiz oranlarının gelecekteki değerlerine ilişkin belirsizlikten dolayı oluşacak likidite tercihleridir. Buna göre işlem amaçlı, ihtiyat amaçlı ve spekülasyon amaçlı olarak üç nedenden dolayı likidite tercihinde bulunulur ve bu üç neden de beklentilere, gelire ve faiz oranlarına bağlıdır(Monvoisin ve Pastoret, 2003, s.20).

4-2- Likidite Tercihinin Yapısalcı Post Keynesyenlere Göre Yorumu

Yapısalcı Post Keynesyenlere göre likidite tercihinin bu şekilde ele alınması likidite tercihinin dar anlamda yorumuna dayanmaktadır. Likidite tercihinin bu şekilde yorumlanması Keynes'in bu konudaki düşüncelerinin sıkı bir ifadesidir ve aynı zamanda para ve finansmanın kapitalist ekonomilerin davranışlarını nasıl etkilediğini tam olarak ortaya koymamaktadır. Bu durum (Keynes'in düşüncelerinin eksik ve yanlış yorumlanması) Post Keynesyen İktisat'ın var olma gerekçelerinden de birisidir(Minsky, 1985, s.27).

Post Keynesyen İktisat içerisindeki Uyumcu Post Keynesyenler, Keynesyen Likidite Tercihi Teorisi ile içsel para arzı yaklaşımının uyummadığını ileri sürmektedirler. Likidite tercihindeki değişikliklerin mallar, fabrikalar, makineler gibi maddi varlıklarla tahvil ve bono gibi mali varlıklar arasında kısa dönemde oluşan dengeyi etkileyeceği görüşü Uyumcu Post Keynesyen İktisatçılar tarafından reddedilmektedir(Juniper, 2005, s.7). Yapısalcı Post Keynesyenler ise, Likidite Tercihi Teorisi'nin içsel para arzı yaklaşımı ile ters düşmediğini bilakis uyumduğunu ileri sürmektedir. Likidite Tercihi Teorisi sadece bir para talebi teorisi olarak değil de daha geniş perspektif içerisinde bir varlık fiyatları teorisi olarak görüldüğünde likidite tercihi ile içsel para arzı yaklaşımının uyumduğunu görülür(Wray, 2004a, s.8). Çünkü Keynes'e göre de para miktarı, yükümlülük yapısına yönelik tercihler, sermaye varlıklarının arzı gibi etkenlerle birleşerek sermaye varlıklarının fiyatlarını belirler. Keynes bu konudaki düşüncelerini, Minsky'nin verdiği bilgiye göre, Viner'a verdiği cevapta açıkça ortaya koymuştur; Viner, GT'nin bir yorumunu yapmış ve o yorumda likidite tercihinin basit bir para talebi olarak yorumlamıştır. Keynes ise Viner'a verdiği cevapta likidite tercihinin basit bir para talebi teorisi olmadığını ve paranın, sermaye varlıklarının fiyatlarını da etkileyecek güçte olduğunu ileri sürmüştür. Hatta paranın miktarı Keynes'e göre, daha sonra Friedman tarafından da ileri sürüldüğü gibi, çıktı fiyatlarını da belirlememektedir. Çıktı fiyatları daha ziyade firmaların kısa dönemli kar beklentilerinden, talep koşullarından ve çıktıyı üretmek için katlanılan üretim maliyetlerinden etkilenmektedir(Minsky, 1985, s.29).

Likidite Tercihi Teorisi'nin içsel para arzı ile uyumlu olup olmamasına yönelik tartışma, paranın akım veya stok bir değişken olarak ele alınmasına bağlı olarak yapılmaktadır. Hem tam içsel para arzını savunan Uyumcu Post Keynesyenler hem de Yapısalcı Post Keynesyenler iktisadî sistem içerisinde paranın yaratıldığı mekanizmalar konusunda hem fikirdirler; para özellikle üretim süreci ile bağlantılı olarak talep üzerine yaratılır, para arzı içseldir, para talebi toplam kredi miktarını belirler, krediler de mevduatları ve rezervleri belirler. Üretim süreci içerisinde paranın yaratılması ve tekrar sistemden geri çekilmesi paranın akım özelliklerine vurgu yapar. Bu konu üzerinde de anlaşma vardır. Görüş birliğine varılamayan nokta likidite tercihinin (stok para talebinin) içsel para arzı yaklaşımı ile tutarlı olup olmadığıdır(Monvoisin ve Pastoret, 2003, s.22).

Likidite Tercihi Teorisi'ne göre para sadece iktisadî mekanizmanın iyi çalışması için sistemde bulunan bir sirkülasyon aracı değil aynı zamanda bir varlık olarak refahın da bir parçasıdır. Paranın bu özelliği Likidite Tercihi Teorisi'nin Post Keynesyen iktisatçılar tarafından bir sermaye birikimi teorisi olarak genişletilmesine neden olmaktadır(Carvalho, 1995, s.18). Modern finansal sistem aslında Likidite Tercihi Teorisi'nin varlık fiyatları teorisi olarak yorumlanmasına imkân vermektedir. Çünkü günümüzde finansal piyasalarda kısa vadeli tahviller oldukça yaygın bir şekilde yer almaktadır. Bu tahvillerin bir özelliği likiditelerinin çok yüksek olması ve belirli bir miktarda faiz geliri sağlamasıdır. Dolayısıyla likidite tercihinin bu varlıklara yönelmesi olağandır. Likidite tercihinin bu tür varlıklara yönelmesi ise bu varlıkların fiyatlarında değişikliklere neden olacaktır(Bertocco, 2005, s.492).

Yapısalcı Post Keynesyen İktisat içerisinde likidite tercihi, likiditesi düşük varlıklarla likiditesi yüksek varlıklar arasındaki bir tercihi ifade eder. Bu bağlamda en likit varlık paradır. Ekonominin içinde bulunduğu güven ortamı ve belirsizlik durumu, tercihin para ile diğer likit varlıklar arasında nasıl olacağını belirler. Likit varlıklar iyi organize olmuş spot piyasalarda alınıp satılırlar. Alım ve satım işlemleri bu piyasalarda kolay ve hızlı bir şekilde yapılmaktadır. Alım-satım işlemleri sırasında iki tür belirsizlik ortaya çıkar. Bunlar gelir belirsizliği ve sermaye değeri belirsizliğidir. Hisse senedi veya tahvilleri çıkaranlar belirli bir dönem sonra hisse senedi ve tahvilleri ellerinde

bulunduranlara faiz ve kâr payı öderler. Elllerinde hisse senedi veya tahvil bulunduran tasarruf sahipleri değerli kağıtları ellerinde ne kadar uzun süre bulundurlarsa o kadar çok gelir akımı elde etmeyi umarlar. Ancak burada; gelecekte elde etmeyi umdukları gelir akımlarının ne kadar olacağını ve bu değerli kağıtları ellerinde bulundurmanın maliyetlerinin ne olacağını iyi hesap etmek zorundadırlar. Tasarruf sahipleri, aynı zamanda değerli kağıtları çıkaranların taahhüt ettikleri gelirleri ödeyip ödeyemeyecekleri hususunu da hesaba katmak zorundadır. Bunlar likit varlık olarak para yerine diğer değerli kağıtları elde bulundurmaktan kaynaklanan gelir belirsizlikleridir. Bunun yanında sermaye değeri belirsizliği de vardır. Değerli kağıtların spot piyasalardaki sermaye değerleri zaman içinde dalgalanabilir. Dolayısıyla potansiyel olarak gerçekleşmesi mümkün sermaye kazanç ve kayıplarının tasarruf sahipleri tarafından likidite tercihiyle bulunurken hesaba katılması gerekir. Hem gelir belirsizliği hem de sermaye değerindeki belirsizlik tasarruf sahipleri için huzursuzluğa neden olabilecek unsurlardır. Tasarruf sahiplerini huzura erdiren çıkar yol ise likit varlık olarak parayı tercih etmeleridir. Bireyler likit varlık olarak parayı tercih ettiklerinde ise diğer likiditesi yüksek varlıklardan elde edecekleri gelir ve sermaye kazançlarından vazgeçmiş olurlar. Bireylerin likidite tercihiyle parayı mı yoksa likiditesi yüksek diğer varlıkları mı tercih edecekleri yukarıda da belirtildiği üzere geleceğe yönelik belirsizlikle yakından ilişkilidir. Geleceğe yönelik belirsizlik arttıkça para dışındaki diğer likiditesi yüksek varlıklardaki gelir ve sermaye değeri belirsizliği artacak bu durumda bireyler likidite olarak parayı tercih edecektir. Geleceğe yönelik belirsizlik azaldıkça hisse senedi ve tahvil gibi diğer likiditesi yüksek varlıklardan elde edilecek gelir akımlarına ve sermaye kazançlarına yönelik belirsizlik azalacak ve bireyler likit varlık olarak para yerine diğer likiditesi yüksek varlıklara yönelecektir. Para ile diğer likit varlıklar arasında değişen tercihler ise özellikle paranın değerinde yani faiz oranları üzerinde etkiler meydana getirecek ve likidite tercihi dolaylı yoldan ekonomiyi etkileyecektir(Davidson, 1994, s.114-115).

Likidite Tercihi Teorisi para talebi teorisi olmasının yanında aynı zamanda bir varlık fiyatları teorisine de olmasına rağmen varlık fiyatlarını belirleyen tek etken değildir. Likidite tercihi varlıkların fiyatlarını etkileyen nedenlerden sadece birisidir. Likidite tercihinin yanı sıra varlıkların fiyatları, uygulanan para politikaları ve beklenen

faiz hedefi gibi değişkenlerden etkilenmektedir(Wray, 2004a, s.9). Ayrıca bunların yanında mali varlıkların arzı, sermaye varlıklarının elde edilebilirlikleri, nasıl bir yükümlülük yapısına sahip olunacağı gibi hususlar da sermaye varlıklarının fiyatlarını belirlemektedir(Minsky, 1985, s.29).

Özetle, Likidite Tercih Teorisi, para arzının içselliği yaklaşımı ile uyumludur. Çünkü likidite tercihindeki değişiklikler faiz oranlarında değişikliklere neden olacaktır. Yapısalcı Post Keynesyenlerin, likidite tercihini kabul etmeleri bir bakıma faiz oranlarının içselliğine yönelik görüşleriyle de uyumludur. Çünkü faiz oranlarının piyasanın kendi iç mekanizmalarıyla içsel olarak belirlendiğinin ortaya konulabilmesi için likidite tercihi gibi olgunun kabul edilmesi gerekmektedir. Yani likidite tercihinin kabul edilmesi faiz oranlarının içselliğine yönelik görüşü de güçlendirmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL KÜRESELLEŞME SÜRECİ VE BU SÜRECİN TÜRKİYE’DE 1980 SONRASI DÖNEMDE PARA ARZININ İÇSELLİĞİNE ETKİLERİ

İkinci bölümde Chick ve Wray’ın finansal piyasalardaki yapısal dönüşümler ve bu dönüşümlerin para arzının içselliği ile ilgili görüşleri hakkında bilgiler verildi. Ayrıca birinci bölümde Radcliff Raporu’nun ekonomideki harcama akımlarının sadece devlet tarafından basılan fiat para tarafından değil aynı zamanda diğer varlıklar tarafından da etkilendiği şeklindeki açıklamaları sunuldu. Kısaca şu denilmek isteniyordu: ekonomi geliştikçe ödemelerde para dışında da varlıklar kullanılmaya başlar ve harcama akımları bu varlıklardan da etkilenir.

Bu bölüm, Türkiye ekonomisinde 1980 sonrası finansal liberalizasyon sürecinde böyle bir yapısal dönüşümün olup olmadığını ve böyle bir yapısal dönüşüm varsa eğer hangi tür varlıkların para tanımına girmesi gerektiğini ve para arzının bu gelişmelerden nasıl etkilendiğini incelemek için hazırlanmıştır. Öncelikle küresel finansal piyasalarda son yıllarda görülen gelişmeler ve bu gelişmelerin para arzı ve parasal kontrol mekanizmaları üzerindeki olası etkileri hakkında bilgi verilecek daha sonra Türkiye ekonomisinde yaşanan 1980 sonrası liberal dönüşümün finansal piyasalarda ne tür yapısal değişimlere neden olduğu araştırılacaktır. Amacımız yapısal değişimin para arzının hangi finansal araçlar ve araçlar vasıtasıyla içselleştirdiğini ortaya koymaktır.

1- FİNANSAL KÜRESELLEŞME SÜRECİ VE BU SÜRECİN PARA ARZI ÜZERİNDEKİ OLASI ETKİLERİ

Finansal küreselleşmenin para arzının içsel olarak yaratılmasında önemli sonuçları vardır. Finansın küreselleşmesi ile birlikte ülkeler arasında sermaye hareketleri neredeyse anlık hızlara ulaşmış, finansal varlık stokları çok önemli hacimlere ulaşmıştır. Büyüyen bir finansal yapı içerisinde ulusal Merkez Bankaları tarafından kontrol edilmeye çalışılan parasal büyüklüklerin ise hem önemi azalmış hem

de yeni koşullarda tanımlanan parasal büyüklüklerin Merkez Bankaları tarafından kontrol edilmeleri giderek zorlaşmıştır. Merkez Bankaları parasal taban (emisyon+bankalar mevduatı) olarak adlandırılan büyüklüğü kontrol ederek bir ekonomideki kredi ve harcama akımlarını genişletmek ve çoğu zaman daraltmak isterken finansal piyasaların giderek gelişmesi ve küreselleşmesi Merkez Bankalarının bu çabalarını zorlaştırmaktadır. Çünkü ekonomiye fon aktarımı sadece bankalar aracılığıyla değil yeni fon kaynakları sunan banka dışı finansal araçlar tarafından da gerçekleştirilmektedir. Bu bölümde öncelikle küresel finansal piyasalardaki son gelişmeler ve bu gelişmelerin para ve kredi üzerindeki etkileri incelenecektir.

1-1- Finansal Küreselleşmenin Tanımı ve Finansal Küreselleşmenin Tarihsel Gelişimi

Finansal entegrasyon, bir tek ülkenin ulusal finansal sisteminin uluslararası finansal piyasalarla ve kurumlarla entegrasyonudur. Finansal küreselleşme* kavramı ülke sınırları arasındaki (cross border) artan finansal akımlar yoluyla artan küresel bağlantıları ifade etmek için kullanılmaktadır. Kavramsal düzeyde farklı şekillerde de tanımlansalar bu iki olgu birbiriyle çok sıkı ilişki içindedir(Prasad v.d, 2003, s.7). Her şeyden önce finansal küreselleşmenin olması için finansal entegrasyon hareketlerinin olması gerekir. Kısaca finansal entegrasyon hareketleri finansın küreselleşmesine neden olmaktadır. Bunun için öncelikle yurt içindeki finansal piyasaların ve kurumların liberalize edilmesi gerekmektedir. Sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılmasının ardından yurt içindeki borç verenlerin ve borçlananların bu işlemleri uluslararası finansal piyasalardaki araçlar vasıtasıyla gerçekleştirmeleri sonucu entegrasyon başlamış olur(Schmukler, 2004, s.39). Birçok finansal işlemin uluslararası araçlar sayesinde gerçekleştirilmesi adeta tek bir dünya finans piyasasının varlığına işaret etmektedir. Dünya finans piyasasının temel özelliği uluslar üstü bir şekilde çalışmasıdır. Yani finansal küreselleşme sadece uluslararası artan finansal ilişkileri değil

* Burada sadece küreselleşme olgusunun önemli bir parçası olan finans piyasalarının küreselleşmesi ile ilgili bazı bilgiler verilecektir. Küreselleşme finans piyasaları ile birlikte mal, hizmet ve emek piyasalarını da kapsamaktadır. Küreselleşme sürecinin bizatihi kendisinin çeşitli ülkelerdeki üretim, tüketim, ticaret gibi alanlar üzerindeki etkileri ise bu çalışmanın kapsamı dışındadır.

aynı zamanda uluslar üstü bir finansal yapılanmayı da anlatmaktadır(Tarzi, 1999, s.141).

Finansal sermayenin küreselleşmesi olgusunu tarihsel olarak 1800'lü yılların başlarına yani Sanayi Devrimi'ne kadar geri götürmek mümkündür. Sanayi Devrimi, kitlesel üretimin ortaya çıkmasına ve uluslararası mal ticaretinin artmasına neden olmuştur. Artan mal ticareti kâr oranlarının artmasına, kâr oranlarındaki artış da yüzyılın sonlarına doğru para sermayenin artmasına neden olmuştur(Şişman, 2003, s.16-19). 1800'lü yılların sonlarına doğru artan para sermaye, finansın küreselleşmesine neden olmuştur ve 1800–1914 dönemi finansal küreselleşmenin ilk aşaması olarak kabul edilmektedir. Finansal kurumların birçoğunun düzenlenmemiş bir yapı içerisinde çalıştığı bu dönemde Londra, dünya üzerinde finans merkezi konumundadır ve verilen önemli boyutlardaki krediler çok kötü kullanılmaktadır. Düzenlenmemiş bir yapı içerisinde faaliyette bulunan bankaların çoğu bundan dolayı krizlere sürüklenmiştir(Arestis ve Basu, 2003, s.183).

Finansal küreselleşmede ikinci aşama olarak iki dünya savaşı arasındaki dönem gösterilmektedir. Bu döneme damgasını vuran olay, 1930'larda Amerika'da başlayan ve tüm dünyaya yayılan büyük bunalım dönemidir. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönem ise finansal kontrollerin olduğu ve sabit döviz kurunun uygulandığı dönemdir. Ayrıca bu dönem IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların da oluşturulduğu dönemdir. Bu dönemde finansal kontrollerin olmasının temel nedeni, 1930 krizinin birçok ülkeyi olumsuz yönde etkilemesinden dolayı birçok ülkenin finansal istikrarı sağlamak adına finansal akımları kontrol altına alma isteğidir(Arestis ve Basu, 2003, s.183).

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönem birçok ulusal ekonominin mal, hizmetler, sermaye ve teknoloji transferleriyle artan oranda entegre oldukları dönemdir. Birçok ülkenin dış ticaretinin milli gelire oranı İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemde artmıştır. Ticaretteki bu artışa teknolojideki gelişmeler ve ülkelerin izledikleri politikalar neticesinde sermaye akımlarındaki artış da eşlik etmiştir(Rodrik, 1997, s.1).

Küreselleşmenin ilk aşamalarında birçok devlet mal ve hizmet piyasalarının liberalleştirilmesini kabul etmişti çünkü bu piyasalardaki liberalleşmenin ülke ekonomileri üzerindeki etkisinin olumlu olacağı umuluyordu. Ancak 1945–1971 döneminde yani sabit döviz kuru sistemine dayanan Bretton Woods sisteminin geçerli olduğu dönemde ise devletler ödemeler bilançosu kalemlerinden sadece cari hesap kalemlerinin liberalleştirilmesine ancak ödemeler bilançosunun diğer kalemlerinden olan sermaye hesabının liberalleştirilmemesine karar verdiler. Bretton Woods sistemi de zaten devletlere, sermaye hesapları üzerinde kontrolde bulunmalarına olanak vermekteydi ki bu sayede hükümetler yurt içinde yürüttükleri iktisat politikalarını, özellikle para politikalarını bağımsız olarak yürütebilme imkânlarını elde etmiş oluyorlardı. Ancak hükümetlerin sabit döviz kuruyla uyumlu olmayan politikalar gütmeleri döviz kurlarının sürdürülemez olmasına neden oluyor ve kurlara ilişkin olarak spekülâtif beklentilere ve saldırılara neden oluyordu. Bretton Woods sisteminin terk edilmesindeki ana sebeplerden biri de spekülâtif saldırılardır(Tarzi, 1999, s.148).

1980’li yıllara doğru OECD ülkelerindeki ve diğer yükselen piyasalardaki artan sermaye akımları ve özel sektörün, özellikle çok uluslu şirketler vasıtasıyla, piyasalar içerisinde giderek daha fazla yer edinmesi piyasaları ön plana çıkarmış ve piyasanın yönlendirdiği bir ekonomi görüntüsünün ortaya çıkmasına neden olmuştur(Moshirian ve Szegö, 2003, s.1214). Mal ve hizmet piyasalarının giderek birbirine yaklaşmaları beraberinde ülkeler arasındaki finansal ilişkilerin de artmasına neden olmuş, ülkeler arasındaki artan finansal ilişkiler de belirli bir dönem sonra sermaye hareketlerinin önündeki engellerin de kaldırılması (deregülasyon) yönünde baskı yapmaya başlamıştır. Özellikle 1980’li yılların başlarında tüm dünyada esen liberalleşme rüzgârları birçok gelişmekte olan ülkenin sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırmak için çeşitli reformları gerçekleştirmesine neden olmuştur(Guitian, 1999). Bu reformlardan beklenen sonuç, yurt içine doğru akacak fonlarla yurt içind gerçekleştirilecek yatırımlar için gerekli fonların kolay şekilde elde edilmesidir. Böylece yurt içindeki zayıf sermaye yapısı da kırılmış olacaktır(Torre v.d, 2007, s.1731-1732).

1980’lerin sonlarında özellikle 1990’larda bilgi ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişmeler ve finansal aracılık hizmetlerini sağlayan birimler arasındaki rekabet

1980 sonrası süreçte finansal sermayenin küreselleşmesinin önemli boyutlara ulaşmasına neden olmuştur. Teknolojik gelişme, finansal piyasalardaki katılımcılara ihtiyaç duydukları bilgilerin çoğuna hızlı bir şekilde ulaşma ve aynı zamanda hızlı işlem yapma imkânlarını sunarak bu piyasalardaki işlem hızını artırmıştır. Üretim, tüketim ve fiziksel sermaye yatırımları gibi reel ekonomik faaliyetlerde de küreselleşme gittikçe artmaktadır. Özellikle herhangi bir malın üretiminin bir ülke yerine birkaç ülkede gerçekleştiriliyor olması ve çok uluslu şirketlerin bu süreçteki etkileri reel piyasalardaki küreselleşmeyi eskisine nazaran oldukça artırmıştır. Mal ve hizmet üretiminin uluslararası bir boyutta gerçekleştiriliyor olması beraberinde bu işlemler sırasındaki finansman şeklinde de değişikliklere yol açmış kısaca finansal sermayenin küreselleşmesine katkıda bulunmuştur(Hausler, 2002, s.10). Finansal akımların artması aynı zamanda çeşitli risklerin de ortaya çıkmasına neden olmuşsa da bu risklere karşı geliştirilen yeni risk yönetim teknikleri de küresel finansal akımların daha da genişlemesine neden olmuştur. Çünkü yeni risk yönetim teknikleri birçok firmanın mali ve parasal risklerini daha iyi yönetebilmelerine olanak sağlamış ve firmalar bu sayede uğraştıkları asıl işlerden kaynaklanan ekonomik riskleri daha iyi yönetir hale gelmişlerdir(Tarzi, 1999, s.142).

Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişme ile liberalizasyon politikaları aslında finansal sermayenin küreselleşmesine başka bir açıdan da katkıda bulunmuştur. O da finansal aracılık hizmetleri sunan birimlerin sayısının ve bunlar arasındaki rekabetin artmasıdır. Değişen finansal yapı içerisinde bankalar dışında da birçok kurum finansal aracılık hizmetlerini sunar hale gelmiştir; emeklilik fonlarını yöneten kurumsal yatırımcılar, sigorta şirketleri, hisse senedi alım satım işlerini yapan şirketler gibi birçok kurum bankaların yaptıkları finansal aracılık işlemlerini yerine getirmeye başlamıştır. Teknolojideki gelişme de bu kurumlara aracılık hizmetlerini daha kolay şekilde yerine getirmelerinde yardımcı olmaktadır(Hausler, 2002, s.11).

1-2- Kredi ve Türev Piyasalarındaki Son Gelişmeler

Kredi piyasalarında, kurumsal yatırımcılar olarak adlandırılan hedge fonlar, sigorta kurumları, emeklilik fonları giderek daha fazla yer almaya başlamıştır. 1990'ların başında kredi piyasalarında yatırım fonları önemli bir yer tutuyor iken bugün artık hedge fonlar ve emeklilik fonları gibi yatırımcılar da bu piyasalarda önemli miktarda işlem yapmaktadır. Kredi piyasalarındaki bu gelişmelerle birlikte likiditede artış sağlanmış, var olan kredi riskleri hem daha iyi yönetilebilir hale gelmiş hem de riskler piyasadaki diğer katılımcılar arasında daha kolay dağıtılabılır olmuştur. Bunun yanında yukarıda da değinildiği üzere piyasaya banka dışı finansal kurumların da girmesi hem bu piyasalara yeni fonların girmesine hem de piyasadaki oyuncu sayısının artmasına neden olmuştur(Kroszner, 2007, s.2,4).

Finansal piyasalardaki yeni kurumlarla birlikte bu kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlemlerde de önemli artışlar olmuştur. Ülkeler arasındaki faiz oranlarındaki farklardan faydalanmak için gerçekleştirilen carry trade faaliyetlerinde son yıllarda önemli oranda artışlar gözlemlenmektedir(Aydın ve Us, 2007, s.176). Ayrıca gelişme potansiyeli olan, inovasyonu ve teknolojik düzeyi yüksek şirketlere beş ya da yedi yıllık süreler için yatırım yapan özel sermaye ve girişimci sermayesi* olarak adlandırılan finansal ortaklıklar şeklindeki yatırımlar da son yıllarda artmaktadır(Naқи ve Hettihewa, 2007, s.336). Carry trade ve özel girişimci sermayesindeki artışlar küresel alanda yatırım olanaklarının son yıllarda artmasına neden olan gelişmelerdir. Bu gelişmelerin son yıllarda faaliyet alanlarını genişleten hedge fonlarla da ilişkisi vardır. Yatırım stratejileri değişebilen hedge fonlardan bazıları girişimci sermayesi fonlarına(private equity fund) yatırım yaparken diğer hedge fonlar türev ürünlere yönelik alım satım işlemleri gibi alanlarda yatırım yapabilmektedir(Warsh, 2007, s.2).

Türev piyasalar çeşitli varlıklara yönelik işlemler sırasında ortaya çıkabilecek risklere karşı geliştirilmiş piyasalardır ve türev ürünler bu piyasalardaki ürünlerdir.

* Özel sermaye yatırımları ile girişimci sermaye yatırımlarının aralarındaki temel fark hangi aşamada şirkete yatırım yapıldığıdır. Girişimci sermayesi genellikle şirketlerin kuruluş aşamasında, özel sermaye ise kuruluşunu tamamlamış ve piyasa içinde bir miktar gelişmiş şirketlere yatırımda bulunurlar.

Türev olarak isimlendirilmeleri onların bir mal ya da varlığa dayalı olarak ortaya çıktıklarına işaret etmektedir.

Türev piyasalar bir finansal inovasyon olarak görülebilir. Bu inovasyonun ortaya çıkmasındaki ana etkenler; faiz oranlarındaki dalgalanmalar ve dalgalı döviz kuruna geçildikten sonra döviz kurlarına yönelik artan belirsiz ortamıdır. Aynı zamanda 1980'ler özellikle 1990'larla beraber artan deregülasyon işlemleri sermaye akımlarının artmasına olanak verdiği için sermaye hareketlerinin ne zaman ve nasıl davranacaklarına ilişkin olarak da piyasalardaki belirsizliği artırmıştır. İşte bu tür belirsizliklerin neden olduğu risklerin azaltılmasına yönelik ihtiyaçlar, türev piyasaların ortaya çıkmasına neden olmuştur(BIS, 1994, s.1).

Türev piyasalarda, döviz, faize, borsa endekslerine ve buğday, pamuk, altın gibi çeşitli varlıklara ve mallara yönelik türev işlemler yapılabilmektedir. Bu piyasalarda bankalar, aracı kurumlar, finansal olmayan şirketler, yatırım fonları ve bireysel girişimciler işlemde bulunabilmektedir(VOB, s.9,19).

Şirketler son yıllarda önemli oranda türev işlemlerine başvurumaktadırlar. 2003 yılında ISDA'nın yapmış olduğu bir araştırmaya göre dünyanın ilk 500 büyük firmasından %92'si özellikle korunmaya yönelik türev işlem yapmıştır. İlk 500 firmanın gerçekleştirdikleri türev ürün işlemlerinin %85'i faiz riskinden, %78'i döviz riskinden, %23'ü emtia riskinden ve %11'i hisse senedi riskinden korunmak amacıyla gerçekleştirilmiştir(ISDA'dan aktaran VOB, s.20).

Türev ürün piyasalarının gelişmesi ile birlikte finans piyasalarının etkinliği de artmaktadır; türev piyasalar daha fazla riskin hedge edilmesine olanak sağladığı için borç almak isteyenlerin finansal piyasalardan borçlanma yönündeki cesaretleri artacaktır. Bu da orta ve uzun vadede daha fazla yatırım ve ekonomik büyümeye neden olacaktır. Türev ürünler genel piyasa likiditesini artırdığı için ve riski, iktisadî birimler arasında yaydığı için finansal piyasaların şoklara karşı daha dayanıklı olmasına neden olacaktır. Ayrıca türev ürünler aracılığıyla birçok piyasa birbirine bağlandığı için herhangi bir şokun tek bir piyasa üzerindeki etkisi, şok piyasalar arasında yayılacağı için, az olacaktır(BIS, 1994, s.2-3).

Türev araçların sağladığı bu kolaylıklar hem organize hem de tezgâh üstü piyasalarda gerçekleştirilen işlem hacminin her geçen gün artmasına neden olmuştur. Tablo 1, organize ve tezgâh üstü piyasalardaki yıllık işlem hacimlerini vermektedir.

Tablo 1
Organize ve Tezgâh Üstü Piyasalarda Türev İşlemler

Yıllar	Organize Piyasalardaki Toplam*	Toplamdaki % Artış	Tezgâh Üstü Piyasalardaki Toplam**	Toplamdaki % Artış	Kredi Temerrüt Swapları***
1998	388	-	80	-	-
1999	352	-9	88	10	-
2000	386	10	95	8	-
2001	597	55	111	17	0,9
2002	697	17	141	27	2
2003	881	26	197	39	3
2004	1152	31	257	31	8
2005	1406	22	297	15	17
2006	1808	29	415	39	34

Kaynak: BIS Statistics, www.bis.org, ISDA www.isda.org/statistics

*:Milyar Dolar, **: Trilyon Dolar, ***: Trilyon Dolar, Bu Değerler Tezgah Üstü değerlerine dâhildir.

Organize piyasalardaki toplam işlem hacmi 1998 yılında 388 milyar dolar iken 2006 yılında 1,8 trilyon dolara çıkmıştır. Yıllar itibariyle % artış hızlarına bakıldığında ise özellikle 2000 yılından sonra önemli artışlar olduğu görülmektedir ve 1998–2006 arasında %365 oranında artış gerçekleşmiştir.

Tezgâh üstü piyasalardaki toplam işlem hacmi organize piyasalardaki işlem hacminden çok daha fazladır ve 1998 yılında 80 trilyon dolar olan işlem hacmi dokuz yıllık süreç içinde %418 oranında artarak 2006 yılında 415 trilyon dolara ulaşmıştır.

Son yıllarda tezgâh üstü piyasalarda görülen türev araçlardan birisi de kredi temerrüt swaplarıdır (credit default swaps). 1990'ların sonlarında kurulan ve hızla

gelişen kredi temerrüt piyasasındaki stok değeri 34 trilyon dolara ulaşmış durumdadır ve artışın gelecek yıllarda da devam edeceği umulmaktadır(Berndt v.d, 2007, s.1724). Genelde kredi türevlerinin özelde ise kredi temerrüd swaplarının hızlı bir şekilde büyümesinin nedenlerinden birisi kredi türevlerinin, o türevi satın alan için iyi bir risk yönetme aracı olması, o türevi satan için iyi bir yatırım aracı olma özelliğini göstermesidir(Gerken ve Karseras, 2004, s.1). Yeni bir yatırım aracı olmaları dolayısıyla kredi temerrüd swaplarının böyle hızlı bir şekilde büyümesi kredi piyasalarındaki artan inovasyonların da bir göstergesidir. Kredi piyasalarında artan inovasyon bu piyasalar aracılığıyla verilen kredilerin artmasına neden olmuştur ki kredilerin artması tezgâh üstü ve organize piyasalardaki türev ürünlerin artışını getirmiştir. Aslında burada kredilerle kredi türevleri birbirini besleyen bir yapı sergilemektedir: kredilerdeki artış verilen kredileri güven altına alacak kredi türevlerinin gelişmesini sağlarken krediden kaynaklanan riskleri yaymada ya da yönetmede kullanılan yeni türevler ortaya çıktıkça kredilerde de artış sağlamaktadır. Örneğin son zamanlarda geliştirilen yeni bir araç teminatlı borç senetleridir (Collateralised Debt Obligations-CDO's). Teminatlı borç senetleri en çok varlığa dayalı menkul kıymetler, şirketlerin menkul kıymetleri ve sendikasyon kredileri üzerinden gerçekleştirilmektedir(Clarke, 2002, s.2). Teminatlı borçlanma araçları; kredi, bono ve tahvil gibi borçlanma araçlarını veya sadece bunlardan birini içeriyor olabilir. Yalnızca kredi enstrümanlarından oluşan portföyler teminatlı kredi aracı(Collateralised Loan Obligation-CLO) olarak, yalnızca tahvillerden oluşan portföyler ise teminatlı tahvil aracı (Collateralised Bond Obligation-CBO) olarak isimlendirilmektedir(Fıkırkoca, 2006, s.16).

Kredi piyasalarında görülen son inovasyonlar 1990'larda başlayan sürecin devamı niteliğindedir. Banka kredilerinin sendikasyonu, kredilerin sadece bankalardan değil finansal sistemdeki diğer kurumlarla da sağlanması, varlığa dayalı menkul kıymet ihracı kredi piyasalarında daha önceki dönemlerde görülen inovasyonlar olarak yorumlanabilir. Bu inovasyonlara ek olarak son zamanlarda yeni yeni türev ürünlerin ortaya çıkması, riskin dağıtılmasını ve farklı vadelerin oluşturulabilmesini sağlayan yeni düzenlemelere gidilmesi ve son yıllarda kredi temerrüt swaplarının (CDS) ve teminatlı

borç senetlerinin (CDO) finansal piyasalarda ortaya çıkması önceki dönemlerden başlayan inovasyonun devamını sağlayan yeniliklerdir(Geithner, 2003, s.1).

1-3- Finansal Piyasalardaki Gelişmelerin Etkileri

1-3-1- Borçlanma Olanakları Üzerindeki Etkileri

Finansal piyasaların küreselleşmesi bir takım gelişmelere neden olmuştur*. Finansal piyasaların küreselleşmesinin neden olduğu gelişmelerden biri, 1970'lerin ortalarından itibaren giderek artan finansal sermayenin birçok ülkede yatırımların finansmanında kullanılarak o ülkelerde büyümeyi uyarmasıdır(Guitian, 1999). Ayrıca finansal küreselleşme ile birlikte finansal piyasalarda geliştirilen yeni finansal araçlar piyasadaki katılımcılar açısından da bir takım avantajlar sunmaktadır. Örneğin kredi piyasalarındaki gelişmeler borç alanlar için kredi arzındaki bir artışı ifade etmesinin yanında aynı zamanda kredilerin daha iyi fiyatlandırılması ve finansal kısıtlamalardan kurtulma anlamına da gelmektedir. Finansal piyasalardaki gelişmelerin yatırımcılar açısından anlamı, portföylerin çeşitlendirilebilmesi ve esnekliğin artmasından dolayı artan riskin yayılabilmesi ve aynı zamanda artan kar fırsatları demektir. Borç verenler açısından anlamı ise belirli bir sermayenin birçok kullanıma ayrılabilmesi, daha iyi varlık - yükümlülük yönetimi ve daha ucuz fonlama kaynakları anlamına gelmektedir. Yine kredi piyasalarındaki gelişmeler risklerin yönetilmesi için yeni fırsatlar sunduğundan ve kredi risklerinin fiyatlandırılmasını ve ticaretini mümkün kıldığından dolayı kredi piyasalarındaki etkinliği de artırmıştır(Geithner, 2007). Bütün bunlar ülkeler arasındaki sermaye akımlarının artmasına, finansal piyasaların derinleşmesine ve finansal stokların giderek artmasına neden olmuştur.

* Finansal piyasalardaki küreselleşme olumsuz bir takım gelişmelere de neden olmaktadır. Bunların başında yaşanan krizler gelmektedir. Yakın zamanda Asya'da, Latin Amerika ülkelerinde, Türkiye'de ve en son ABD'deki konut piyasasında görülen krizlerin temel nedenleri olarak finansal sermayenin denetimsiz olması ve çok hızlı hareket etmesi ve verimli olmayan alanlara yatırılması olarak gösterilmektedir. Ayrıca geliştirilen yeni finansal tekniklerin ve yeni finansal araçların ulusal piyasalar arasındaki ve piyasa katılımcıları arasındaki karşılıklı bağımlılığı artırmış olması da (Tarzi, 1999, s.142) krizlerin nedenleri olarak ileri sürülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları ve yurt dışından alınan özel borçlar Tablo 2’de görülmektedir.

Tablo 2
Yükselen Ülkeler ve Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımları ve Bu Ülkelerin Borçlanmaları

Yıllar	Net Özel Sermaye Akımları	Yurt Dışından Borçlanmalar			Toplam Borç
		Bankalardan Yapılan Borçlar	Banka Dışı Diğer Kreditorlerden	Resmi Borçlar	
1993	174	19	30	44	93
1994	159	-28	80	21	73
1995	181	20	48	31	99
1996	192	19	60	8	87
1997	160	25	44	11	80
1998	99	28	1	28	57
1999	51	-13	24	34	45
2000	42	-10	57	-8	39
2001	79	-12	1	24	11
2002	100	-18	29	10	21
2003	175	13	106	1	120
2004	238	30	171	-6	195
2005	279	40	246	-50	236
2006	281	57	301	-64	294

Kaynak: IMF World Economic Outlooks
Değerler Milyar ABD Dolarıdır.

Tablodan da görüleceği üzere finansal serbesti ile birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında artış söz konusudur. Bu değer 1998–2000 yılları arası dönemde azalmış ancak daha sonra tekrar artmıştır. Net sermaye akımlarının içindeki en büyük kalem net doğrudan yatırımlardır. Portföy yatırımları ve diğer özel sermaye yatırımları düşüktür ve ele alınan dönemde sermaye akımlarının yüksek çıkmasının en önemli nedeni net doğrudan yatırımlardır. Net özel sermaye akımları 1993 yılındaki 174 milyar dolar iken 14 yıllık süreçte %61 oranında büyüyerek 281 milyar dolar olmuştur. Bu artış toplam borçlanma ile karşılaştırıldığında çok da fazla değildir.

Bu ülkelerin yurt dışından yaptıkları borçlanmalara bakıldığında bankalardan yapılan ve resmi olarak alınan borçların toplam içindeki oranının düşük olduğu görülmektedir. Hatta resmi borçlarda yıllar itibariyle düşüşler de söz konusudur. Bankalardan alınan borçlar artıyor olmasına rağmen toplam borcun artmasındaki asıl etken banka dışı kesimden alınan borçlardır. Yurt dışından alınan toplam borçlar 14 yıllık süreçte %216 oranında artarak 93 milyar dolardan 294 milyar dolara çıkmıştır.

Yükselen ekonomiler ve gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımlarına ve dış borçlara bakıldığında temelde bu ülkelere yönelen sermayenin daha çok, borç olarak yöneldiği görülmektedir. Hatta 2006 yılında yurt dışı özel kredi kuruluşlarından alınan borçlar bu ülkelere yönelik net sermaye akımlarından daha yüksek olmuştur. Bu ülkelere yönelik borçların bu boyutta artıyor olması, aşağıda da gösterileceği üzere, küresel finansal piyasalardaki finansal stokların da borç kağıtları ağırlıklı olmasına neden olmuştur*.

Finansal piyasaların son yıllarda hızlı bir şekilde büyümesi bu piyasaların derinliğini artırmıştır. Ayrıca finansal piyasalardaki gelişmeler küresel üretim

* Aslında bu durum sermaye akımlarının serbestleşmesiyle net doğrudan yatırımların artacağı beklentisini de zayıflatmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler önceden daha çok bankalar aracılığıyla borçlanmakta iken şimdi banka dışı kreditorlerden borçlanmaktadır: gelişmekte olan ülkeler borçlanmaya devam etmektedir. Doğrudan yatırımlar da artıyor olmasına rağmen oransal olarak borçların daha çok artması bu ülkelerin finansal serbestleşmeden beklentilerinin tam olarak karşılayamadıkları anlamına gelmektedir.

değerlerini de aşmış durumdadır. Bu konularla ilgili yakın zamanda yapılan bir araştırmanın* bazı bulguları aşağıdaki tabloda gösterildiği gibidir:

Tablo 3
Çeşitli Yıllarda Küresel Finansal Stoklar ve GSYİH Değerleri

	1980	1993	1996	1999	2003	2004	2005	2006
Hisse Senedi*	23	27	38	27	32	38	44	54
Özel Borç Kağıtları*	14	22	21	26	30	34	36	43
Kamu Borç Kağıtları*	18	20	15	17	20	24	24	26
Banka Mevduatları*	45	31	26	30	34	38	39	45
Toplam Stok**	12	53	69	96	118	134	142	167
Küresel GSYİH**	13	24	29	30	36	41	44	48

Kaynak: McKinsey Global Institute ve IMF'nin çeşitli yıllara ait Outlook'ları

*: Toplam Stok İçindeki % Oranı

** : Trilyon Dolar

- Banka mevduatları, kamu ve özel kesime ait borçlanma kağıtları ve hisse senetlerinden oluşan küresel finansal stokların değeri 1980 yılında 12 trilyon dolar ve 1993 yılında 53 trilyon dolar iken 2006 yılı itibariyle yaklaşık 167 trilyon doları aşmıştır. 2006 yılına ait olan bu rakam küresel GSYİH değerinden yaklaşık üç kat daha büyüktür.
- Küresel finansal stokların değeri yirmi yıldır devamlı artmaktadır. Bunun anlamı finansal piyasalardaki derinliğin ve likiditenin artmakta olduğudur. Finansal piyasaların derinliğinin bir ölçütü küresel finansal stokların toplam değerinin küresel gayri safi üretim değerine bölünmesidir. 1980'li yıllarda bu iki değer birbirine eşit iken bugün finansal stoklar üretimden üç kat daha fazladır: küresel finansal piyasaların derinleşmesi devam etmektedir. Tablodan da görüleceği üzere mevduatların toplam finansal stoklar içerisindeki %

* Araştırmalar McKinsey Global Institute tarafından çeşitli yıllarda yapılmıştır (en son Ocak 2008)

payı yıllar itibariyle önce azalmış ve daha sonra eski seviyesi olan %45'lere çıkmıştır. Buna karşılık özel kesime ait borçlanma kağıtlarının toplam içindeki oranında devamlı artışlar kaydedilmiş ve 1980'deki %14 düzeyinden 2006 yılında yaklaşık %43 düzeyine çıkmıştır. Bu sonuç özel kesimin giderek uluslararası piyasalara açıldığı ve borçlanmanın da ticareti yapılamayan banka mevduatlarından ticareti yapılabilir olan borç kağıtlarına doğru kaydığını göstermektedir.

Tablo 3'de verilen küresel stokların bölgesel dağılımı ise Tablo 4'deki gibidir. Toplam finansal stokların 1993 yılında %36'sı ABD'de, %27'si Avrupa'da, %23'ü Japonya'da, %3'ü Çin'de ve %11'i diğer ülkelerde yer almaktadır. 10 yıllık süre zarfında finansal stokların bölgesel dağılımı, Japonya'daki %8 puanlık düşüş hariç, hemen hemen değişmemiştir ve gelişmiş ülkeler merkezli bir dağılım söz konusudur. ABD, Avrupa ve Japonya üçü birlikte küresel finansal stokların %80'den fazlasını ellerinde tutmaktadırlar. Diğer ülkeler gurubunun 10 yıllık süre zarfında ellerinde tuttukları finansal stokların değerinde artış söz konusu değildir.

Tablo 4
Finansal Stokların Bölgesel Dağılımı(%)

	1993	1996	1999	2003	2006
Amerika	36	37	40	37	56
Avrupa*	27	29	28	31	37
Japonya	23	19	18	15	19
Çin	3	3	3	4	8
%	100	100	100	100	100
Toplam Stok**	53	69	96	118	167

Kaynak: McKinsey Global Institute, www.mckinsey.com

*Avrupa: İngiltere, İsveç, İsviçre, Danimarka, Norveç, Doğu Avrupa, ve Euro Bölgesi ülkelerinden (Avusturya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrland, İtalya, Lüksemburg, Netherland, Portekiz, İspanya) oluşmaktadır.

** Stok değerleri trilyon dolardır.

Küresel finansal piyasalardaki önemli bir durum da banka dışı aracı kurumların toplam finansal varlık stoklarının önemli bir kısmını ellerinde tutmalarıdır. 2005 yılı itibarıyla sigorta şirketleri 18.5, yatırım fonları 19.3, emeklilik fonları 21.6, Asya Merkez Bankaları 3.1 trilyon dolar, hedge fonlar 1.4 trilyon dolar, özel girişim şirketleri 0.5 trilyon dolar ve petrodolar piyasası 4 trilyon dolar civarında finansal varlık stokuna sahiptir(Altun ve Mutan, 2007, s.7).

Yukarıda verilen tablolardan çıkarılacak en önemli sonuç küresel çapta borçlanma imkânlarının giderek artıyor olmasıdır. Borçlanma imkânlarındaki artışın en önemli nedenlerinden birisi ise banka dışı aracı kuruluşların giderek daha fazla sistem içerisinde yer almasıdır. Bu durum para arzının içselliği ve Merkez Bankalarının politika etkinlikleri açısından önemlidir. Çünkü özel kesime verilen kredilerin, bankalar aracılığıyla mı yoksa borç kağıtlarının ihracı yoluyla mı verildiği Merkez Bankalarının para arzının belirlenmesi noktasında politika etkinliği açısından önem arz etmektedir. Genellikle kredilerin verilme şekli açısından Kredi Kanalı ve Piyasa Kanalı şeklinde ikili bir ayırım yapılır. Eğer özel sektöre verilen krediler, bankalar aracılığıyla aktarılıyorsa kredi kanalının etkin olduğu, menkul kıymet piyasaları aracılığıyla aktarılıyorsa piyasa kanalının etkin olduğu söylenebilir. Kredilerin hangi kanaldan özel sektöre aktarıldığı Merkez Bankacılığı için önemlidir. Eğer krediler büyük oranda bankalar aracılığıyla aktarılıyorsa Merkez Bankası bankacılık kesimini etkileyerek kredi hacmini etkileyebilir. Eğer firmalar bankalardan ziyade diğer finansal aracı kuruluşları ya da uluslararası borçlanma yollarını kullanıyorlarsa MB'nin piyasadaki kredi hacmi üzerindeki etkinliği giderek azalacak demektir. Yukarıda uluslararası piyasalarla ilgili olarak verilen değerler şirketlerin küresel çapta giderek banka dışı finansal araçlara doğru kaydıklarını ve yurt dışı piyasadaki borçlandıklarını göstermektedir. Bu sonuç Merkez Bankalarının yurt içi kredi hacmini belirlerken zorlanacakları anlamına gelmektedir. Bu sonuç para arzının içselliği açısından da önemlidir. Çünkü reel piyasalardan kaynaklanan kredi talebi MB'nin engellemesi olsa bile karşılanabilmektedir. Bu durum her ülke için aynı derecede geçerli olmayabilir. Tek tek ülkeler açısından bakıldığında her bir ülkedeki MB'nin kredi hacmi üzerindeki etkinliği o ülkedeki şirketlerin küresel piyasalara açılma derecesi ile yani yurt içi piyasalarının küresel piyasalarla eklemlenme derecesi ile yakından ilişkilidir. Gelişmekte olan ülkeler

açısından bu eklemelenmenin genellikle daha rahat borçlanma şeklinde olduğu da yukarıdaki tablolardan anlaşılmaktadır.

1-3-2- Parasal Kontrol Mekanizmaları Üzerindeki Etkileri

Ulusal Merkez Bankalarının etkinliklerinin finansal küreselleşme sürecinde giderek azaldığı ileri sürülmektedir. Merkez Bankalarının etkinliklerinin azalması iki boyutludur. Birinci boyut küreselleşme süreci ile birlikte ortaya çıkan birçok yapısal gelişmenin para politikasıyla ilgili belirsizliği artırmasıdır; yapısal gelişmeler para politikasının yürütülmesinde birçok makro ekonomik verinin nasıl yorumlanması gerektiği ve bu verilerin parasal aktarma mekanizmaları üzerindeki etkileri hakkında belirsizliklere neden olmaktadır. İkinci boyut bizatihi küreselleşme sürecinin kendisinin finansal piyasalardaki bazı reformların ve yapısal değişimlerin yapılması yönünde oluşturduğu baskıdır ki bu değişimlerin birçoğu para politikalarının uygulandığı koşullarla ilgilidir. Bu iki boyutlu gelişme para politikalarının hedefleri, stratejileri ve araçlarıyla ilgili birçok değişime neden olmuş, aynı zamanda optimal para politikasının ne olması gerektiği hakkında belirsizliği artırmıştır(Wagner, 2001, s.3).

Birçok ülkede ekonomi yönetimlerinin ve özellikle Merkez Bankalarının gerek ulusal gerekse uluslararası finansal krizlerle baş etmelerini engelleyen temel unsur finansal piyasalardaki hızlı gelişmelerden dolayı krizlerin niteliğinin değişmiş olmasıdır(Adams, 2001, s.56). Para politikalarının yürütülmesini ve finansal istikrarın sağlanmasını zorlaştıran önde gelen sebeplerden bazıları şunlardır(Schinasi, 2006, s.1):

- Son yıllarda finansal sistem reel ekonomiden daha hızlı büyümektedir. Toplam finansal varlıkların milli gelir içindeki oranı her geçen yıl artmaktadır.
- Finansal varlıkların kompozisyonu da kendi içinde değişmektedir; finansal varlıklar içerisinde parasal olmayan varlıkların oranı parasal varlıklara nazaran daha fazla yer kaplamaktadır. Bunun en önemli sonucu da parasal tabanın daha az borçlanmasıdır.

- Endüstriler arası ve ülkeler arasındaki entegrasyonun artması finansal sistemler arasındaki ilişkiyi daha çok karşılıklı bağımlı hale getirmiştir ve bu durum bir ülkedeki ya da sektördeki olası bir krizin diğer sektör ya da ülkelere bulaşma (contagion) riskini artırmıştır.
- Finansal sistem hem finansal araçlardaki ve faaliyetlerdeki çeşitlilik açısından hem de risklerin taşınması açısından her geçen gün daha fazla karmaşık hale gelmektedir.

Türev finansal araçlardaki artış ve bunların yoğun bir şekilde kullanımı Merkez Bankalarının geleneksel aktarma mekanizmaları yoluyla reel ekonomiyi etkileme güçlerini giderek zayıflatmaktadır. Faiz oranlarındaki ve döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı döviz, faiz ve para üzerinden gerçekleştirilen swap ve opsiyon gibi türev araç işlemleri bu kanalların etkinliğini azaltmıştır(Vrolijk, 1997, s.13-22).

Türev piyasaların ve bu piyasalardaki araçların çok hızlı bir şekilde gelişmesinin aktarma mekanizmaları üzerindeki etkileri çeşitli şekillerde ortaya çıkabilmektedir*. Bilindiği üzere para politikası reel ekonomi üzerinde aktarma mekanizmaları sayesinde etkide bulunmaktadır. Bunlar genel olarak faiz oranı kanalı, döviz kuru kanalı ve kredi kanalıdır. Türev piyasalardaki gelişmeler bu aktarma mekanizmalarının hem niteliğini hem de hızını etkileyebilmektedir.

Faiz oranı kanalı üzerinde türev piyasaların ikili bir etkisi söz konusudur. Birincisi faiz oranlarının vade dağılımlarını etkileyerek faiz oranı kanalının hızını artırabilir. İkincisi, belki de önemli olanı, türev araçların faiz oranları ile toplam harcamalar arasındaki ilişkiyi etkileyebilmesidir: Merkez Bankaları genellikle faiz oranları aracılığıyla bir taraftan borçlanma maliyetlerini etkileyerek diğer taraftan da gelir ve refah dağılımını etkileyerek toplam harcama düzeyini değiştirmeye çalışır. Ancak türev ürünler faiz oranlarının toplam harcamalar üzerindeki etkisini azaltabilir. Çünkü türev ürünler çeşitli faiz oranlarına sahip varlıkların hızlı bir şekilde birbirleriyle ikame edilmesini sağlayacağı için, harcama akımları faiz oranındaki değişikliklerden

* Burada türev ürünlerin aktarma mekanizmaları üzerindeki etkileri BIS tarafından 1994 yılında türev ürünlerin etkilerine yönelik hazırladığı rapordan özetlenerek alınmıştır.

etkilenen bireylerin ellerinde bulunan varlıkların, harcama akımları faiz oranlarındaki değişikliklerden etkilenmeyecek bireylere aktarılmasını sağlayacak ve faiz oranlarının neden olacağı harcama ve talep kısıntısı geçici olarak ertelenmiş olacaktır. Bunun için riski üstlenen (varlığı devralan) iktisadî birimlerin gelir ve refaha bağlı harcama eğilimlerinin bunları hedge edenlerden (faiz oranlarındaki değişikliklerden etkilenenlerden) düşük olması gerekmektedir. Ancak para politikası eninde sonunda harcama akımlarını etkileyecektir: çünkü hem ertelenen hem de yeni faiz koşullarında yapılan harcama ve yatırım planları toplam harcamayı etkileyecektir(BIS, 1994, s.24-26). Ancak kısa dönemde de olsa para politikalarının etkinliği türev araçların kullanımıyla azaltılmış olmaktadır.

Döviz kuru kanalının etkisi, dolaylı ve doğrudan olmak üzere iki şekilde ortaya çıkabilir. Dolaylı etkiler, nispi fiyat etkisi ve nispi refah etkisidir. Nispi fiyat etkisinde kur değişikliği yerli mallarla yabancı mallar arasındaki farkın değişmesine neden olacak bu da net ihracatı ve toplam harcamaları etkileyecektir. Nispi refah etkisinde ise döviz kurunda meydana gelecek değişme yurt içi para birimine bağlı olarak çıkarılan varlıkların getirilerini yabancı para birimi üzerinden çıkarılan varlıkların değerine nispetle farklılaşmasına yol açacaktır. Bu farklılaşma da refahtaki değişime bağlı olarak toplam harcamalara etki edecektir. Döviz kuru kanalının direkt etkisi ise ithal edilen malların yurt içi fiyatları anlamında artmış olmasıdır. Ancak türev ürünler sayesinde girişimciler döviz kuru değişikliklerinden kaynaklanabilecek risklerden kaçınabilecektir. Şöyle ki forward piyasalarındaki türev ürünler, döviz kurundaki değişikliklerin neden olacağı risklere karşı hedge anlaşmalarını mümkün kıldıkları için döviz kuru kanalıyla ulaşılmak istenen hedefe (harcamaların azaltılması ya da artırılması) ulaşılmasını engelleyebilir. Çünkü yatırım planlarını yapanlar döviz kurundaki değişikliklerin neden olabileceği etkilere karşı türev araçlar sayesinde korunmuş olmaktadır. Ancak uzun vadede ihracat ve ithalat döviz kurundaki değişikliklerden etkilenecektir. Çünkü yeni anlaşmalar mevcut kur üzerinden gerçekleştirilecektir(BIS, 1994, s.28).

Kredi kanalı büyük oranda banka kredileri aracılığıyla gerçekleşir. Parasal yetkililer uygulayacakları politikalarla bankaların verdikleri kredilerin hacmini

etkileyerek toplam harcama üzerinde etkide bulunmaya çalışırlar. Ancak bu politikanın başarılı olabilmesi için banka kredileri ile diğer kredi kaynakları arasında tam ikame olmaması gerekmektedir. Çünkü Merkez Bankası banka kredilerini kısmak istediğinde yatırımcılar diğer fon kaynaklarına başvurabilecek ve kredi kanalının etkinliği olmayacaktır. Eğer firmaların bankalar dışındaki diğer fon kaynaklarına ulaşmaları çok maliyetli ise veya hükümetin çeşitli engelleri ile karşılaşacaklarsa o zaman kredi kanalı etkin çalışacaktır. Türev piyasalar ve geliştirilen türev ürünler banka dışı aracı kuruluşların ve firmaların da çeşitli fon kaynaklarına ulaşabilmelerini sağlamakta veya fon temininde karşılaşabilecekleri problemlerin üstesinden daha rahat gelebilmelerini sağlamaktadır. Bu durum da kredi kanalının etkinliğini azaltmaktadır(BIS, 1994, s.29). Türev ürünler sadece firmalar için değil aynı zamanda bankalar için de yeni fırsatlar sunmamakta ve bankaların uluslararası piyasalardan kolay bir şekilde borçlanabilmelerini ve bu süreçte karşılaşabilecekleri riskleri daha etkin şekilde yönetebilmelerini sağlamaktadır. Ayrıca bankalar sadece türev ürünleri kullanarak değil uluslararası piyasalardan fon bulabildiklerinde de kredi kanalının etkinliği azalacaktır. Kısaca finansal küreselleşme bankaların çeşitli yatırımları finanse edebilme yeteneklerini geliştirerek bankaların, Merkez Bankası kaynaklarına bağımlılığını önemli ölçüde azaltmıştır.

Aktarma mekanizmasının gerçekleştiği kanallarla türev ürünler arasındaki ilişkiler para arzının içselliği bağlamında önemlidir. Çünkü türev ürünler sayesinde firmalar ve bankalar yeni fon kaynaklarına daha kolay ulaşabilmekte ve karşılaşabilecekleri riskleri daha iyi yönetebilmektedir. Bu durum tamamen olmasa da Merkez Bankalarının aktarma mekanizmaları kanalıyla para politikalarını yürütebilme kabiliyetlerinin giderek azalmasına ve para arzının yaratılması sürecinde bankaların ve firmaların etkinliklerinin giderek artmasına neden olmaktadır ki bu da para arzının giderek içselleştiği anlamına gelmektedir.

2- 1980 SONRASI SÜREÇTE TÜRKİYE'DE FİNANSAL SİSTEMDE MEYDANA GELEN DEĞİŞMELER

2-1- 1980–1990 Dönemi

2-1-1- Bankacılık Kesimindeki Değişiklikler

1980’li yıllar tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de liberal rüzgârların etkili olduğu yıllardır. Bu yıllarda ithal ikameci sanayileşme stratejilerinden dışa açık sanayileşme stratejilerine geçilmeye başlanmış ve dışa açık sanayileşme stratejilerinin gereği olarak finansal alanda liberalleşme yönünde birçok reforma imza atılmıştır.

1980’li yıllarda başlatılan reformların öncelikli hedefi 1980 öncesi dışa kapalı ekonomi yapısından kalan eksiklikleri gidermek ve dışa açık ekonominin gerektirdiği kurumsal düzenlemeleri gerçekleştirmektir. 1980 öncesi dönemde dünyadaki birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de korumacı politikalar etkindir ve ithal ikameci sanayileşme politikaları uygulanmaktadır. Devlet ekonominin her alanında olduğu gibi zaten yeterli büyüklük ve derinliği olmayan finansal piyasalar üzerinde de etkindir. 1980 öncesi dönemde finansal piyasalar aşağıdaki özellikleri taşımaktadır(Oksay, 2000, s.3):

- Mevduat ve kredi faiz oranları üzerinde kontroller vardı.
- Kambiyo kısıtlamaları vardı.
- Krediler devletin belirlediği öncelikli sektörler kanalize edilmekteydi.
- Finansal piyasalarda kurumsallaşma çok düşüktü.
- Finansal sistemde bankaların ağırlığı vardı. Menkul kıymetler borsası olmadığından şirketlerin hisse senedi satması söz konusu değildi.
- Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları çok yüksekti. Bu da bankaların kredi verebilme kapasitelerini oldukça kısıtlamaktaydı.

Finansal piyasalardaki bu özellikler ekonominin reel kesimini de olumsuz etkilemiş ve ekonomi istenilen hızda büyümemiştir. Bu durum yeni finansal kaynakların araştırılmasını kaçınılmaz kılmıştır. Yeni finansal kaynaklara ulaşmak için bir taraftan yurt içinde kurumsal düzenlemeler diğer taraftan yurt dışı kaynaklar için kambiyo kısıtlamalarının kaldırılması gerekmiştir. Hem ithal ikameci sanayileşme stratejisinden dışa açık sanayileşme stratejilerine geçişi sağlamak hem de yurt içinde yeterli düzeyde olmayan finansal kaynakları yurt dışı finansal kaynaklarla desteklemek amacıyla liberal politikalar 1980'lerin hemen başında yürürlüğe sokulmuştur.

Ekonominin liberalleştirilmesi için 24 Ocak Kararları alınmıştır. “Bu kararlar ile gerçekleştirilmek istenen liberalleşme üç aşamalıdır. Birinci aşamada ticaretin serbestleştirilmesi, ikinci aşamada yurt içindeki finansal piyasaların serbestleştirilmesi ve üçüncü aşamada da sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi yer almaktadır”(Ersel, 1998, s.117). Burada sadece ikinci ve üçüncü aşamayla ilgili bilgiler verilecektir.

Bankacılık ve sermaye piyasaları şeklindeki iki saç ayağına oturan finansal piyasalarının bu iki ayağı 1980'lerden önce oldukça güzsüz bir durumdaydı; sağlıklı olmayan bir yapıya olan bankacılık kesiminin hizmetleri devletin yönlendirmesi altında işliyordu. Sermaye piyasası ise yoktu. Dolayısıyla öncelikli hedefler(Sancak, 2002, s.5):

- Bankacılık kesiminde rekabeti artırmaktır. Rekabetin artırılması için faizler üzerindeki kontrollerin kaldırılması ve yeni finansal araçların oluşturulması gerekmektedir.
- Hisse senedi ve tahvil piyasalarının gelişmesini sağlayarak sermaye piyasalarını geliştirmektir.

Bu amaçlara ulaşılması için para ve sermaye piyasalarına yönelik çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Bu çerçevede faiz politikasında değişikliğe gidilmiş ve faiz oranları üzerindeki kontroller kaldırılmıştır. 1970'li yıllarda faiz politikası devletin güdümünde uygulanıyordu ve kamu borç maliyetlerinin düşük düzeyde seyretmesi için negatif reel faiz politikası izleniyordu. Faiz oranlarına devlet müdahalesi tasarrufların etkin dağılımını etkilediğinden ve tasarrufların finansal sisteme girişini engellediğinden dolayı Ocak 1980 tarihinden itibaren hem kredi hem de mevduat faizleri üzerindeki

kontroller kaldırılmıştır. Amaç tasarrufları finansal sisteme çekmek ve aynı zamanda finansal kuruluşlar arasındaki rekabeti sağlayarak finansal piyasaların derinleşmesini sağlamaktır(TCMB, Küreselleşmenin Türkiye..., 2002, s.13). 1982 yılının sonuna doğru bankaların döviz bulundurmalarına izin verilmiştir. Amaç, hem yurt dışından kaynak bulmak hem de yurt dışına döviz çıkışını önlemektir. Bunun yanı sıra 7 Temmuz 1984 tarihli 30 Sayılı Kararname ile döviz kuru rejimi liberalleştirilmiştir.

1980’li yılların ikinci yarısı para piyasaları için önemli gelişmelerin olduğu yıllardır. Nisan 1986 yılında Bankalararası Para Piyasası kurularak bankaların kendi aralarında borçlanabilmeleri sağlanmış, bankaların Merkez Bankası kaynaklarına daha az yönelmeleri sağlanmıştır(Gür, 2003, s.52).

Bankacılık sisteminin gelişmesi adına bankalara birçok finansal işlemi gerçekleştirme izni verilmiş ve bunun neticesinde 1980–1990 sürecinde bankacılık sektörü büyümüştür. “1980 yılının sonuna doğru banka sayısı TCMB ile birlikte 66 olmuş, toplam banka aktiflerinin milli gelire oranı 1989 yılında %56,5’e ulaşmış ve 1982–87 sürecinde transfer edilen fonların %80’i bankalar aracılığıyla transfer edilmiştir”(Bayazıtöğlu v.d, 1991, s.11).

2-1-2- Merkez Bankası Uygulamalarındaki Gelişmeler

Merkez Bankalarının para politikalarını yürütürken veya piyasadaki para miktarını belirlerken karşılaştıkları en önemli engel MB’nin Hazine’yi fonlama yükümlülüğü altında bulunmasıdır. Bu durum MB’nin bağımsızlığını etkileyen unsurlardan da birisidir. Ayrıca para arzının kamu borçlarından dolayı içselleşmesine de neden olmaktadır.

Türkiye’de 1985 yılından önce Hazine, borçlanma gereksinimini ya doğrudan Merkez Bankası’ndan aldığı avanslarla ya da borç senetlerini direkt Merkez Bankası’na satarak (tap issue) karşılamaktaydı. Yapılan değişikliklerle Hazine, borç kağıtlarını piyasada satarak fon bulabilme imkânını elde etmiş oldu. Bu düzenlemeyle Hazine’nin Merkez Bankası’na olan bağımlılığı azaltıldığı gibi Merkez Bankası da para

politikalarını yürütmede daha bağımsız bir konum elde etmiş oldu. Böylece Hazine'nin borçlanma maliyeti piyasada belirlenmeye başladı ve piyasa faiz oranları da Hazine'nin borçlanma gereksiniminden etkilenir oldu. Merkez Bankacılığındaki bir diğer gelişme de MB'nin para politikasını yürütme şekliyle ilgilidir. TCMB önceden piyasadaki likiditeyi kontrol etmek için kamu ve özel sektörünün portföy büyüklüklerini etkilemeye çalışıyordu. Bu amaçla da seçici kredi kontrolleri gibi para politikası aracını kullanıyordu. Ancak TCMB bu uygulamadan vazgeçerek piyasadaki para miktarını bankaların rezervlerini kontrol ederek ayarlama yolunu tercih etti(Bayazıtöğlü v.d, 1991, s.8). MB'nin politika değişikliğini sağlayan gelişmeler ise 1986 yılında TCMB gözetiminde Bankalararası Para Piyasası'nın, 1988 yılında Döviz ve Efektif Piyasaları'nın kurulmasıdır. Ayrıca 4 Şubat 1987 yılında TCMB açık piyasa işlemlerine başlamıştır. TCMB, açık piyasa işlemleriyle bir taraftan yeni bir para politikası aracına kavuşmuş diğer taraftan da devlet tahvilleri için ikincil bir piyasa oluşturulmuştur. İkincil piyasanın oluşturulması ile birlikte iç borçlanma politikasının daha rahat uygulanabilmesinin de önü açılmış olmaktadır(Gür, 2003, s.52-53). “Yine 1989 yılında seçici kredi politikası uygulamadan kaldırılmış onun yerine kısa vadeli şirket senetleri karşılığında iskonto penceresi politikası benimsenmiştir”(Bayazıtöğlü v.d, 1991, s.9).

Görüldüğü üzere 1980–1990 döneminde gerçekleştirilen düzenlemelerle, TCMB para politikasının uygulanabilmesi için gerekli olan kurumsal ve araçsal alt yapıya kavuşmuştur. Bu düzenlemeler sayesinde 1990'lı yıllarda Merkez Bankası para politikalarını daha rahat uygulama ve piyasadaki para miktarını kontrol etmeye çalışmıştır.

2-1-3- Sermaye Piyasalarındaki Gelişmeler

Sermaye piyasaları, bankacılık kesimi ile birlikte finansal piyasaların ikinci saçı ayağını oluşturur. Sermaye piyasalarının oluşturulması için 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış ve 1982 yılında da Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) oluşturulmuştur. Amaç, yeni yatırım olanaklarının sağlanması ve menkul kıymetler piyasasının gelişmesinin desteklenmesidir. SPK'nın kurulmasının ardından bankalar ve

diğer finans kuruluşları yürüttükleri aracılık işlemlerinde SPK denetimine tabi kılınmışlardır(TCMB, Küreselleşmenin..., 2002, s.13). “İMKB’nin açılması ve SPK’nın izniyle piyasaya sürülen kısa vadeli araçlarla finansal piyasalarda çeşitlenmenin sağlanması da 1986 yılındadır”(Gür, 2003, s.52).

Günümüzde toplam finansal stoklar içerisinde oldukça önemli yer tutan devlet iç borçlanma senetlerinin çıkarılmasına da yine 1980’li yıllarda başlanmıştır. Kamunun finansman açıklarının karşılanmasında 1980’den önce kullandığı temel araç MB’nin Hazineye verdiği kısa vadeli avanslardı. 1985 yılında bütçe açıklarının kapatılması amacıyla ilk kez devlet tahvili ve Hazine bonusu çıkarılmaya başlanmasıyla Merkez Bankası bilançosunun bütçe açıklarından olumsuz yönde etkilenmesinin önüne geçilmeye çalışılmıştır. Devlet tarafından çıkarılan tahvil ve bonolar sıfır kredi riskine sahip olduğu için finansal piyasalarda yüksek düzeylerde talep edilmiştir(TCMB, Küreselleşmenin ..., 2002, s.14). Finansman senetleri, yatırım fonu katılım belgesi, banka senetleri, banka garantili senetler, gelir ortaklığı senetleri gibi finansman araçları da sermaye piyasasının gelişmesine paralel olarak piyasada yer almaya başlamıştır(Bayazıtöğlu v.d, 1991, s.5).

Sermaye piyasaları ile ilgili önemli bir karar da 32 Sayılı Kanun Hükmündeki Kararname’dir. Bu kararname ile birlikte sermaye hareketlerinin önündeki birçok engel kaldırılmış, menkul kıymet ve borç senetleri gibi bir çok mali aracın alınıp satılması mümkün olmuş, bir anlamda portföy yatırımlarında konvertibiliteye geçiş sağlanmıştır. 32 Sayılı Kararname ile yurt içinde yerleşik bulunan kişilerin, bankaların ve finans kurumlarının yurt dışı ile yapacakları her türlü para ve sermaye alış verişi serbest bırakılarak sermaye hareketlerinde liberalleşme gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. Bu çerçevede yurt dışındaki borsalarda işlem yapmak, elde edilen gelirleri yurt içine getirmek, yurt dışına döviz çıkışını sağlayan işlemler yapmak artık serbest hale getirilmiştir(Hazine Müsteşarlığı, 2006)

32 Sayılı Karar 1980’li yıllarda başlanan ekonomiyi liberalleştirme çabalarının belki de son aşaması olarak düşünülebilir. Faiz ve döviz politikalarındaki değişiklikler, para politikalarındaki değişiklikler, dış ticaretin serbestleştirilmesi, finansal piyasalarda yeni bir takım kurumların tesis edilmesi gibi uygulamalarla birlikte, sermaye

hareketlerinin serbestleştirilerek tam konvertibiliteye geçilmesiyle liberal bir ekonomi oluşumu için gerekli ortam oluşturulmuştur(Önder, 2005, s.173).

Ancak sermaye piyasalarında hem araçsal hem de kurumsal olarak gerçekleştirilmek istenen yeniliklere rağmen sermaye piyasaları kamu kesiminin baskısı altına girmiştir. Kamu kesiminin sermaye piyasalarında bu şekilde baskın olması bir bütün olarak finansal sistemi olumsuz etkilemiştir. Menkul kıymetler daha çok kamu menkul kıymetleri ağırlıklı olarak gelişmiş ve bankacılık sektörünün aktifleri önemli oranda kamu menkul kıymetlerinden oluşmuştur. Yine kamunun sermaye piyasalarında ağırlıklı bir şekilde yer alması sermaye piyasalarında yeni araçların gelişmesini ve var olanların aktif olarak kullanımını dolaylı yoldan engellemiştir. Kısaca menkul kıymetler piyasasında kamu tarafından gerçekleştirilen düzenlemelerle ulaşılmak istenen hedeflere ulaşılması yine bizzat kamu tarafından engellenmiştir.

2-2- 1990–1999 Dönemi

2-2-1- Uygulanan Para Politikalarının Genel Çerçevesi

1990 sonrası dönem, 1980’li yıllarda Merkez Bankacılığında para politikaları bağlamında gerçekleştirilen düzenlemelerin pratiğe dönüştürdüğü dönemdir. Ayrıca, Merkez Bankası elde ettiği para politikası araçlarıyla piyasadaki para miktarını belirlemek için para programlarını bu dönemde uygulamaya başlamıştır. Bu dönemde uygulanan para politikalarını karakterize eden nitelik ise uygulanan politikaların Klasik - Monetarist bir çerçeveye oturtulmuş olmasıdır. Çünkü enflasyonun parasal bir olgu olduğu kabul edilmekte ve para arzının kontrolü yoluyla ekonomideki harcama akımlarının kontrol edilebileceği ve enflasyonun böylelikle düşürüleceği para programlarının ön kabulleri olarak görülmektedir. Para politikalarının parasal hedefleme stratejisi çerçevesinde yürütülmesi de yine Monetarist uygulamadır.

Parasal hedeflemede Merkez Bankası para politikasını uygularken faaliyet hedefleri, ara hedefler ve nihai hedefler şeklindeki bir mekanizmayı kullanır. Burada faaliyet hedefleri para politikası araçlarıdır. Ara hedefler ise kısa ve uzun vadeli faiz

oranları, parasal taban, çeşitli kredi büyüklükleri gibi oran ve değerlerden oluşur. Nihai hedefler ise GSYİH, döviz kuru ve parasal büyüklükler gibi çeşitli büyüklük ve oranlardan oluşabilir(Mishkin, 2000, s.87). Bu mekanizmanın izlenmesinin temel nedeni ise MB'nin para politikası araçlarıyla direkt olarak nihai hedeflere ulaşamamasıdır: MB para politikası araçlarıyla öncelikle ara hedeflere, ara hedefler yoluyla da nihai hedeflere ulaşmak zorundadır. Bu mekanizmanın işlemesi için faaliyet hedefi - ara hedef - nihai hedef arasındaki etkileşimin aksamaması gerekir(Aktan vd, 1998, s.7-11). Bu temel gerekliliklerin yanında para talebinin de sabit ya da öngörülebilir olması gerekmektedir. Parasal hedeflemelerin basit matematiksel gösterimi şu şekildedir:

$$M = m \cdot H$$

Eşitlikteki M para arzını, m para çarpanını ve H da parasal tabanı ifade etmektedir. M; M1, M2, M2Y ya da M3Y olarak tanımlanabilir. Bu tanımlamalara bağlı olarak da para çarpanının büyüklüğü de değişecektir. Merkez Bankası, ya parasal tabanı ya da para çarpanını etkileyerek tanımlamış olduğu parasal büyüklüğün miktarını kontrol etmeye çalışacaktır.

2-2-2- Para Programları

1990 sonrası süreçte uygulamaya konulan para programları anlatılan genel çerçeve içerisinde yürütülmeye çalışılmıştır*. Merkez Bankası para programını; “belirlenen para politikası doğrultusunda Merkez Bankalarının nihai hedefe ulaşmakta izleyecekleri yolu biçimlendiren bir programdır”(TCMB, 1997, s.62) şeklinde tanımlamaktadır. Aslında MB 1990 yılından önce de, 1986, 1987 ve 1988 yıllarında, para programları uygulamıştır. Ancak bu programlar kamuoyuna açıklanmamıştır. 1990 yılında uygulanmaya başlanan para programları ise kamuoyuna ilan edilmiştir.

* Parasal büyüklükler 1980-1990 döneminde de kontrol edilmeye çalışılmıştır. Ancak 1980'ler para politikaları için birçok aracın daha yeni oluşturulduğu dönemdir. 1990 sonrası dönem ise MB'nin sahip olduğu birçok politika aracıyla parasal büyüklükleri kontrol ettiği dönemdir. Bundan dolayı 1980-90 dönemi bu çerçevede incelenmemiştir.

1990 para programı, para politikası açısından önemli bir aşamadır. Merkez Bankası'nın bilânçosu içinde yer alan iç varlıkların denetim altına alınması yoluyla parasal kontrolün gerçekleştirilmesi hedeflenmiş ve parasal istikrar bu politikayla sağlanmaya çalışılmıştır(Erçel, 1999a). İç varlıkların hedeflenmesi bilânçoda gerçekleştirilen değişikliklerle mümkün olmuştur. Bilânço öncelikli olarak varlıklar ve yükümlülükler şeklinde iki ana bölüme ayrıldıktan sonra varlıklar da dış ve iç varlıklar şeklinde ikili bir ayrıma tabi tutulmuştur(Bayazitoğlu vd, 1991, s.10).

TCMB, 1992 yılında yeni bir para programı ilan etmiştir. Ancak bir yandan Körfez Savaşı diğer yandan hükümetin kamu kesiminin artan borç yükünden dolayı Merkez Bankası kaynaklarını önemli derecede kullanmaya başlaması MB'nin araç bağımsızlığını olumsuz yönde etkilemiş ve 1992 para programı uygulanamamıştır(Erçel, 1999a). Kamu açıklarının artmasının ardında ise hükümetin uyguladığı popülist politikalar belirleyici olmuştur. Popülist politikalar çerçevesinde ücretler ve maaşlarda artışlar sağlanmış, destekleme alımlarında çerçeve genişletilmiştir(Karluk, 2002, s.454). Programda ilan edilen bilânço büyüklüklerine yönelik hedeflerden sapmalar olmuş bu da programı başarısız kılmıştır. 1993 yılında ise kamunun Merkez Bankası kaynaklarını artan şekilde kullanmasından dolayı bir para programı ilan edilmemiştir. Ayrıca kamunun Merkez Bankası kaynaklarına önemli ölçüde başvurması 1990–1994 yılları arasındaki (**içsel****) parasal genişlemenin de önemli kaynağı olmuştur(Önder, 2005, s.188,200). Kamunun devamlı olarak TCMB kaynaklarına yönelmesi 1993 yılında TCMB'nin parasal hedefleme yapmaktan vazgeçip döviz kuru hedefine yönelmesine yol açmış bu çerçevede dalgalı döviz kuru yönetilen dalgalı döviz kuru şeklinde uygulanmıştır(Çobanoğlu, 2005, s.19). 1993 yılının sonuna doğru faiz oranları da düşürülmeye çalışılınca faizle kur arasındaki denge bozulmuş ve 1994 yılındaki krizin nedenlerinden birisi olmuştur(Karluk, 2002, s.454).

1994 yılında mali piyasaları ilgilendiren bir gelişme TCMB bünyesinde bulunan Açık Piyasa İşlemleri Müdürlüğü'nün, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki (İMKB) Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım Satım Pazarında ve İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Repo - Ters Repo Pazarında işlem yapmaya başlamasıdır.

** Vurgu bize aittir.

Merkez Bankası bu piyasalar aracılığıyla para ve faiz oranları üzerinde daha etkin olabilecektir(Önder, 2005, s.194).

1996 ve 1997 yıllarında da para programlarının uygulanmasına devam edilmiştir. 1996 yılı, enflasyonu düşürmekten ziyade özellikle finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasına yönelik politikaların takip edildiği yıldır. Bunun temel nedeni ise 1995 yılının sonundaki yapılan erken genel seçimlerin ve 1996 yılı içinde gerçekleştirilen iktidar değişikliklerinin finansal piyasalardaki belirsizliği artırmasıdır. Bu çerçevede, bir taraftan kurlar üzerinde gözetim sürdürülürken diğer taraftan Merkez Bankası bilançosunda yer alan iç varlıkların kısılarak para arzı artışlarının dış varlıklara bağlı olarak gerçekleştirilmesi hedeflenmiştir. Uygulanan program sayesinde bilançonun iç varlıklar kalemi MB'nin kontrolünde olmuştur. Özellikle Hazineye verilen krediler, kısa vadeli avans sınırları içinde tutulmuş, bunun dışında kamuya kredi açılmamıştır(TCMB, 1996, s.47-48; 1997, s.62).

1998 yılında TCMB yeni bir program açıklamıştır. Programda, para politikasının enflasyonu düşürmeye yönelik olarak uygulanacağı ifade edilmiştir. Enflasyonun düşürülmesinde en önemli etkenin bütçe disiplini olduğu belirtilmiş, siyasi iradenin bütçe disiplinini sağlayacağı yönündeki açıklamaları olumlu bir gelişme olarak görülmüştür. Para arzı artışının kontrol edilmesi için net iç varlıklar kaleminin kontrol edilmesi ve dış varlıklardaki artış karşılığında piyasaya para sürülmesi öngörülmektedir. Bu amaç için de kısa vadeli faiz oranının etkin kullanması sağlanacaktır(Erçel, 1998). **Programda altı çizilen önemli noktalardan birisi bütçe açıklarının ve bu açıkların finansmanının parasal büyümeyi içsel hale getirdiği ve bu nedenden dolayı para arzının kontrolünün zorlaştığının ifade edilmesidir***.

* Vurgu bize aittir.

2-2-3- Döviz Kuruna Dayalı Dezenflasyon Programı

Merkez Bankası 1990'ların sonunda, 1990'ların başlarından itibaren uygulamaya çalıştığı para programlarından vazgeçerek yeni bir politika uygulamasına geçmiştir. Yeni politika 1990'lar boyunca kamu finansmanından kaynaklanan nedenlerle ilan edilen para programlarının başarısızlığı ve artan enflasyondan dolayı para arzı artışlarını otomatik bir mekanizmaya bağlayan bir nevi para kurulu uygulamasıdır. Kamu kaynaklı dengesizliklerin giderilmesi (kamudan kaynaklanan nedenlerle artan para arzı artışlarını engellenmesi) amacıyla sıkı bir maliye politikası ile özelleştirmelere önem verileceği yeni politikanın öncelikleri arasındadır. Programda döviz kurunun önceden ilan edilen aralıkta tutulacağı belirtilerek döviz kurundan kaynaklanan belirsizliklerin giderilmesi amaçlanmıştır. Para politikası uygulamalarında para politikası araçlarından API, mevduat munzam karşılıkları ve disponibilibite uygulamalarının devam edeceği belirtilerek bankalara TL karşılığı nakit verilmesinin azaltılacağı bildirilmiştir. Ayrıca Merkez Bankası bilânçosunda yer alan net iç varlıklar için bir tavan ve net uluslararası rezervler için de bir taban konulacağı duyurulmuştur. Piyasaya sunulacak TL ise yabancı para karşılığı olacaktır(Erçel, 1999b).

Programın belki de en önemli yönü yurt içi para arzı artışlarının yabancı para artışlarına bağlanmasıdır. Yerli para arzı artışlarının yabancı para girişine bağlanması bu programın Para Kurulu'na benzetilmesine neden olmuştur(Oktar vd, 2000). Piyasaya sürülecek TL'nin yabancı paraya bağlanması az önce de belirtildiği üzere kamu kaynaklı içsel para arzı artışlarının önüne geçme isteğidir. 1999 Aralık ayında duyurusu yapılan program döviz kuru hedeflemesi olarak da yorumlanabilir ki hedefleme içermesi yönüyle 1990'lar boyunca uygulanan parasal hedeflemeye benzemekle beraber hedefe ulaşılırken izlenen yollar her iki politika stratejinde oldukça farklıdır. Yeni politikanın ömrü yaşanan krizlerden dolayı uzun ömürlü olamamıştır.

2-3- 2001 Sonrası Dönem ve Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri, Aralık 1999'da uygulamaya konulan programın terk edilmesine ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP) olarak

adlandırılan yeni bir programın ilan edilmesine neden olmuştur. Program, yaşanan krizleri kamu maliyesindeki bozulmalara, finansal piyasalardaki ve özellikle bankacılık kesimindeki aksaklıklara bağlamaktadır. Programda kamu finansmanının güçlendirilmesi ve finansal piyasaların sağlamaştırılması gibi amaçlara dönük olarak 15 adet yasal düzenleme öngörülmüştür(TCMB, Güçlü Ekonomiye ..., s.13).

Yeni programla birlikte para politikası stratejisinde de değişiklik yapılmış ve literatürde enflasyon hedeflemesi olarak bilinen para politikası stratejisi benimsenmiştir. Bu yaklaşım, geleneksel çapa uygulamalarından farklı bir uygulamadır. Bu yaklaşımda para arzı, döviz kuru gibi nominal büyüklükler ara hedef olarak seçilmemekte onların yerine enflasyon oranları nominal çapa olarak kullanılmaktadır. Bu uygulama 1990'lı yıllarda Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere gibi ülkelerde uygulanmaya başlamış ve 2002 yılından itibaren de Türkiye'de uygulamaya konulmuştur. Enflasyon hedeflemesi; "ekonominin genel değişkenlerinin ve verilerinin dikkate alınarak belirli bir dönem için kabul edilebilir bir enflasyon oranının belirlenmesi ve para politikalarının belirlenen bu oranı yakalayacak şekilde yürütülmesidir"(Oktar, 1998, s.28)

Türkiye'de yeni stratejinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için yasal bir takım düzenlemelerin yapılması gerekmiştir ki 25.04.2001 tarihli 4651 sayılı yeni Merkez Bankası Kanunu ile 1211 sayılı Kanunda değişiklikler yapılmıştır. Bu değişikliklerle MB'nin Hazineye ve diğer kamu kurumlarına kredi vermesi yasaklanmış ve MB'nin ilk amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu duyurulmuştur. Ayrıca yeni dönemde TCMB şeffaf bir hale getirilerek hesap verebilir bir konuma getirilmiştir. Bunların yanı sıra Para Politikası Kurulu oluşturulmuş ve kurula hükümetle birlikte enflasyon hedefini belirleme görevi verilmiştir. Bu gelişme ile birlikte para arzı kamuya verilen MB kredileri aracılığı ile artık artmayacaktır(Gür, 2003, s.65). Kurun nominal çapa olarak kullanılmasından vazgeçildiği için ve kur rejimi olarak dalgalı kur tercih edildiği için yurt içindeki para arzı artışları artık net dış varlıklara bağlı olarak belirlenmeyecektir. Ancak enflasyonla mücadele amacıyla Net İç Varlıklar(NİV) için tavan ve Net Uluslararası Rezerv Değişimi için de bir taban belirlenmesi kararlaştırılmış

ve bunlar **performans kriterleri*** olarak belirlenmiştir (TCMB, Para Politikası ..., 2001, s.3-4).

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımına aslında Türkiye’de sadece kamu kesiminin ekonomi içinde çok fazla yer almasının yarattığı sonuçlardan kaçınmak için değil değişen piyasa koşullarına uyum sağlamak amacıyla da geçilmiştir. Piyasa kaynaklı nedenlerin başında, gelişen teknoloji ile birlikte artık parasal toplamların kontrol edilmemesi, para talebinin istikrarını kaybetmesi ve para talebine yönelik tahminlerin doğru sonuçlar vermemesi gelmektedir. Para programlarına girişte de değinildiği üzere parasal kontrol mekanizmalarının sağlıklı işleyebilmesi için faaliyet hedefi - ara hedef ve nihai hedef arasındaki bağı kopmaması gerekir. Ancak finansal piyasalardaki inovasyon bu bağı zayıflatmış ve Merkez Bankalarının parasal büyüklükleri kontrol etmesini zorlaştırmıştır. İnovasyon tanım olarak yeni bir ürünün piyasaya girmesi ya da var olan ürünün yeni bir tarz içerisinde piyasaya sunulması olarak tanımlanabilir. Finansal inovasyon ise yeni finansal araçların piyasalara girmesi ya da var olanların yeni bir tarz içerisinde sunulmasıdır. Finansal inovasyon ayrıca yeni araçların yanı sıra finansal piyasalardaki kurumların ve bizzat piyasaların değişimini de içermektedir. Bankamatiklerde ve bankamatik kartlarında meydana gelen artışlar, kredi kartlarının sayısındaki artışlar, internet bankacılığındaki gelişmeler ve finansal piyasaların uluslararası bir nitelik kazanması teknolojiadaki gelişmelerin finansal piyasalar üzerindeki etkilerinden bir kaçına örnek olarak verilebilir(Kaplan, 1999, s.6). Finansal inovasyon sonucunda piyasaya yeni araçlar girdiğinde bir taraftan parasal toplamların bileşimi ve değerleri değişirken diğer taraftan borç ve kredi anlaşmalarının vadesi ve koşulları değişmektedir. Finansal yenilikler ile parasal kontrol arasında var olan yakın ilişki, yeni bir finansal araç piyasaya çıktığında MB’nin da kendi ara hedeflerini ve faaliyet hedeflerini gözden geçirmesini ve bir yeni faaliyet hedefleri ve ara hedefler seti oluşturmasına yol açacaktır(Koğar, 1995, s.353,358). Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi yaklaşımına geçiş aslında yapısal değişim gösteren ekonomilerde, yeni yapı için düşünülen para politikası stratejisi olarak görülebilir.

* Vurgu bize aittir.

3- TÜRKİYE EKONOMİSİNDE 1980 SONRASI SÜRECE İLİŞKİN BAZI EKONOMİK GÖSTERGELER

3-1- Genel Ekonomik Göstergeler

Bu kısımda 1980'lerde başlatılan liberal politikalardan beklenen sonuçların elde edilip edilemediğinin özellikle finansal piyasalar açısından görülebilmesi amaçlanmıştır: finansal piyasaların gelişmesi bu piyasalarda yeterli düzeyde derinliğe ulaşılmış olması ve banka dışı finansal kurum ve kuruluşların da gelişmesini gerekli kılmaktadır. Küresel finansal piyasalarda olduğu gibi yurt içi piyasalarda da finansal derinliğin artmasının ve yeni finansal araçların kullanılmasının para arzının içselliği açısından ve MB'nin uyguladığı para politikalarının etkinliği açısından önemli sonuçları olacaktır. Ancak, bir önceki kısımda da değinildiği üzere kamunun finansman ihtiyacının finansal piyasaları baskılaması sonucu hem banka dışı finansal kurumlar gelişmemiş hem de ihraç edilen menkul kıymetlerin kamu kağıtları ağırlıklı olmasına neden olmuştur. Bunun sonucunda da firmaların finansal kaynak temininde piyasa kanalı değil banka kanalı etkin olmuştur.

İncelenecek ilk tablo ekonomideki bazı genel verileri içermektedir. 1986 yılından sonraki verilerin incelenmesinin temel nedeni, bir önceki kısımda da anlatıldığı üzere, MB'nin 1980'lerin ortasından itibaren para politikası araçlarına kavuşması ve finansal piyasalarda birçok kurumun yeni oluşturulmuş olmasıdır.

Tablo 5'den de görüleceği üzere GSMH'daki büyüme oranlarına bakıldığında, kriz yılları gibi bazı yıllar hariç, ekonominin reel olarak devamlı büyüdüğü görülmektedir. Kriz yıllarında iktisadî büyümede önemli düşüşler olmasına rağmen krizden sonraki yıllarda ekonominin kendisini toparlayarak yeniden büyümeyi sağladığı görülmektedir. Enflasyon oranlarına bakıldığında ise enflasyonun ekonomide kalıcı bir hal aldığı göze çarpmaktadır. Kriz dönemleri enflasyonda önemli artışların olduğu dönemlerdir ki 1994 ve 2001 yıllarındaki ani sıçramalar enflasyonun bir önceki yıla göre oldukça arttığını göstermektedir.

Tablo 5
Türkiye Ekonomisindeki Bazı Temel Ekonomik Göstergeler

Yıllar	GSMH'da %Değişim (1987fiyatlarına göre)	ÜFE'deki Yıllık Değişim Bir Önceki Aralık Ayına Göre	Cari İşlemler Dengesi (Milyon ABD Doları)	Sermaye ve Finans Hesabı (Milyon ABD Doları)	Kamu Kesimi Borçlanma Gereğindeki % Değişimler	KKBG/M3YR (%)
1986	4.4	30.67	-1465	1583	47	11
1987	7.4	55	-806	1312	144	18
1988	-0.7	77	1596	-2111	36	15
1989	-0.5	64	938	-1909	96	19
1990	6.8	60	-2625	3093	137	29
1991	-1.5	71	250	-1198	120	36
1992	4.4	65	-974	2164	81	37
1993	6.1	71	-6433	8595	75	41
1994	-7.7	125	2631	-4463	17	19
1995	6.0	76	-2339	-93	62	15
1996	5.3	79	-2437	938	231	23
1997	8.6	99	-2638	3625	74	20
1998	2.2	69	1985	-1287	122	24
1999	-7.3	68	-1336	-377	142	29
2000	1.4	39	-9823	12581	21	25
2001	-11.0	68	3393	-1633	95	26
2002	6.3	29	-1519	1403	20	25
2003	4.2	18	-8036	3096	-4	21
2004	8.2	9	-15599	13410	-38	10
2005	7.2	7	-22604	20421	0	-0.8
2006	4.6	9	-32866	35122	0	-

Kaynak: TCMB, Hazine

1990-1999 döneminde Türkiye ekonomisi yüksek enflasyon koşulları altındadır ki bunun da en önemli nedeni kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksek oranlarda olmasıdır. Kamu kesimi borçlanma gereğinin her yıl yüksek seyretmesi ve borçlanma gereğinin de önemi oranda Merkez Bankası kaynaklarından karşılanmış olması enflasyonun en temel nedenleri arasında gösterilmektedir. 1999 yılının sonunda uygulanmasına karar verilen ve 2000 yılında uygulanan döviz kuruna dayalı dezenflasyon politikası enflasyonda düşüşe neden olmuş ve enflasyon %70'lerden %40'lara inmiştir. Ancak 2001 krizi enflasyonu tekrar %70'lere çıkarmıştır. 2002 yılında uygulamaya konulan GEGP ile birlikte enflasyonda da önemli oranda düşüşler gerçekleşmiş ve 2004 yılından itibaren tek haneli rakamlara inmiştir.

Cari işlemler dengesine bakıldığında yaklaşık 20 yıllık süreçte cari işlemlerin devamlı açık verdiği görülmektedir. Cari işlemler dengesinin özellikle kriz dönemlerinde pozitif olması artan döviz kurlarının neden olduğu ithalattaki azalmadır. Cari işlemlerle sermaye ve finans hesabı arasında bir ilişkinin olduğu da tablodan görülmektedir: cari işlemler hesabındaki açıklar yurt dışından giren sermaye ile kapatılmaktadır. Ancak kriz yıllarında cari işlemler pozitif olmuş sermaye hesabı negatif olmuştur. Bu durum kriz dönemlerinde ithalatın önemli oranda azaldığını ve yurt dışına sermaye çıkışının olduğunu göstermektedir. Cari işlemler hesabı özellikle 2002 yılından sonra önemli bir sıçrama yapmış ancak sermaye hesabı cari işlemleri karşılayacak düzeyde gerçekleşmiştir. Kısaca şu söylenebilir: cari işlemlerdeki açık, sermaye girişleri ile dengelenmiştir.

Sermaye ve finans hesabının iki önemli kalemi doğrudan yatırımlarla portföy yatırımlarıdır. Son yıllara kadar portföy yatırımlarının doğrudan yatırımlardan büyük olması sermaye ve finans hesabı ile cari işlemler arasındaki doğrusal ilişkiyi destekler niteliktedir. Bu noktada portföy yatırımlarının bileşimi de önemlidir. Yurt dışı kaynaklı portföy yatırımlarının önemli bir kısmı borç senetleri şeklindedir ve bu borç senetlerinin önemli bir bölümü de genel hükümet borçlarından oluşmaktadır. Tablo 6, bu durumu açık bir şekilde ortaya koymaktadır.

Kamu kesimi borçlanma gereğindeki yıllık % artışlar Tablo 5'den de görüleceği üzere 2000 yılına kadar her yıl artmaktadır. 2001 yılındaki krizin etkisiyle bu

değerde tekrar artış olmuşsa da GEGP ile birlikte giderek azalmış 2005 ve 2006 yıllarında artış gerçekleşmemiştir. KKBG'deki bu azalma hem yurt dışından borç senetlerine yönelik olarak gelen portföy yatırımlarının artmamasına neden olmuş hem de iç borç stokunun azalmasına neden olarak kamunun yurt içi piyasalardaki baskınlığını azaltmıştır. Mali baskınlığın bir ölçüsü KKBG rakamının geniş tanımlı para arzına oranıdır(TCMB, 1997, s.45). Bu oran, kamunun finansal piyasalarda ne kadar baskın olduğunu ve bu ölçüde özel sektörün ne kadar dışlandığını ortaya koymaktadır. Tablo 5'in son sütunundan da görüleceği üzere Türkiye'de bu oran 20 yıllık süreç içerisinde oldukça yüksek seyretmiş ancak son yıllarda azalma eğilimine girmiştir. Bu oran ancak 2003 yılından sonra azalmaya başlamıştır.

Tablo 6, yurt dışından Türkiye'ye yönelik olarak gelen doğrudan ve portföy yatırımlarına ait değerleri vermektedir.

Tablo 6, aslında ekonominin liberalleşmesinden beklenenlerin tam olarak gerçekleşmediği anlamına da gelmektedir. Birçok engelin kaldırılması ile birlikte doğrudan yabancı yatırımların artması beklenirken daha çok portföy yatırımları artmış ve portföy yatırımları içinde de borç senetleri önemli miktarda artış göstermiştir. Hisse senetlerine yönelen portföy yatırımları, 2005 yılı hariç, borç senetlerine yönelen miktarın yarısı kadar bile değildir.

Yukarıda da değinildiği üzere son yıllarda KKBG' deki azalma kamu iç borç kağıtlarının finansal stoklar içerisinde giderek daha az yer tutmasına neden olmuştur. İç borçların yıllar itibarıyla artış göstermesi devletin yurt içi piyasalardan borçlanırken özel kesimin dışlamasına ve özel kesim tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin toplam menkul kıymet stoku içinde çok az yer tutmasına neden olmuştur*.

* Özel kesim ve kamu kesimi tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin toplam menkul kıymet ihracı içindeki oranları aşağıda verilecektir.

Tablo 6
Net Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları
(Milyon ABD Doları)

Yıllar	Net Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları Yükümlülükler	Portföy Yatırımları Yükümlülükler İçinde Hisse Senetleri	Portföy Yatırımları Yükümlülükler İçinde Borç Senetleri	Borç Senetleri İçinde Genel Hükümet Borçları
1986	125	146	0	146	0
1987	106	307	0	307	0
1988	354	1184	0	1184	618
1989	663	1445	17	1428	1043
1990	700	681	89	592	572
1991	783	714	147	567	593
1992	779	3165	350	2815	2988
1993	622	4480	570	3910	3903
1994	559	1123	989	134	446
1995	772	703	195	508	933
1996	612	1950	191	1759	1919
1997	554	2344	8	2336	1915
1998	573	-5089	-518	-4571	-4369
1999	138	4188	428	3760	3677
2000	112	1615	489	1126	984
2001	2855	-3727	-79	-3648	-3645
2002	958	1503	-16	1519	1958
2003	1253	3851	905	2946	3123
2004	2026	9411	1427	7984	7984
2005	8949	14670	5669	9001	9351
2006	19048	11402	1939	9463	9463

Kaynak: TCMB Ödemeler Bilançosu İstatistikleri,
<http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemelerdengesi.xls#4!A1>

Tablo 7, yıllar itibariyle KKBG, iç borç stoku, tahvil ve bonodaki yıllık % artışları vermektedir.

Tablo 7
KKBG, İç Borç Stoku, Tahvil ve Bonodaki % Değişimler

Yıllar	K.K.B.G'deki % Değişimler	İç Borç Stokundaki % Değişim	Tahvildeki % Değişim	Bonodaki % Değişim
1989	96	47	122	39
1990	137	36	73	54
1991	120	70	31	233
1992	81	98	250	131
1993	75	83	120	52
1994	17	123	25	371
1995	62	70	113	107
1996	231	131	144	142
1997	74	99	185	55
1998	122	84	61	145
1999	142	97	241	-44
2000	21	58	74	-36
2001	95	235	197	873
2002	20	22	10	84
2003	-4	29	49	-31
2004	-38	15	14	19
2005	0	9	16	-41
2006	0	2	6	-46

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Tablodan da görüleceği üzere KKBG'deki değişimler tabloda yer alan diğer değişimlerin de değişmesine neden olmuştur. Tablo 7'den de görüleceği üzere borç stokundaki artış hızıyla bono ve tahvildeki artış hızları arasında doğrusal bir ilişki vardır; borç stokunun artış hızı arttıkça tahvil ve bononun artış hızları da artmıştır. 20

yıllık süreçte bono artış hızı bazı yıllarda negatif olsa da tahvilin artış hızı devamlı pozitif olmuştur. Bu durum devletin borçlanma tercihini sergiler. Tablodan da görüleceği üzere KKBG'nin ve buna bağlı olarak borç stokunun değişim hızı azaldıkça bono ve tahvilin artış hızları da azalmıştır.

3-2- Finansal Piyasalara İlişkin Göstergeler

Devletin iç borç stratejisi aşağıda da anlatılacağı üzere Türkiye'de finansal piyasaların gelişmesini engellemiştir. Yüksek iç borçlanma, bankaların aktiflerinde devlete ait borç kağıtlarının önemli miktarda olmasına neden olmuş ayrıca bankacılık dışında diğer finansal kuruluşların oluşmasını da engellemiştir. Bu durumun doğal sonucu, finansal piyasalarda kredi ihtiyacının büyük oranda bankalar aracılığıyla karşılanmasıdır. Diğer finansal kurumlar aleyhine finansal sistem içerisinde daha fazla yer kaplayan bankalar, kredi kanalının etkin olmasına neden olmuştur. Ancak bankalar reel piyasaya kaynak aktarmaktansa yüksek reel faizlerden dolayı kamuya borç vermeyi tercih etmişlerdir.

Finansal piyasaların genel görünümü yüksek kamu borçlanma gereğine bağlı olarak şekillenmiştir. Yukarıda verilen Tablo 5, yıllar içinde KKBG rakamının yıllık olarak nasıl arttığını ve finansal piyasalara nasıl baskıda bulunduğunu ortaya koymaktadır. Kamunun finansal piyasalarda bu denli baskın olması doğal olarak finansal piyasalarda ihraç edilen ve işlem gören menkul kıymetlerin de kamu kağıdı ağırlıklı olmasına neden olmuştur. Bu durum Tablo 8'de görülmektedir Tablodan 8'den de görüleceği üzere kamu kesiminin ihraç ettiği menkul kıymetler, ihraç edilen toplam menkul kıymetler içerisinde yüksek bir orana sahiptir. Özel kesime ait menkul kıymetlerin toplam menkul kıymet stoku içindeki oranı 1986 yılında %23 iken 2006 yılı itibarıyla %13 civarındadır. Buna karşılık kamu kesiminin ihraç ettiği menkul kıymetlerin toplam menkul kıymet stoku içindeki oranı 1986–2006 döneminde devamlı yüksek olmuştur. Bunun da temel nedeni yukarıda da belirtildiği üzere kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksek olmasıdır.

Tablo 8
Özel Kesim ve Kamu Kesimi Tarafından İhraç Edilen
Menkul Kıymet Stoklarının Toplam Menkul Kıymet Stokuna Oranı (%)

Yıllar	Özel Kesim	Kamu Kesimi
1986	23,2	76,8
1987	28,3	71,7
1988	31,1	48,0
1989	34,2	65,8
1990	38,9	61,1
1991	43,9	56,1
1992	31,0	69,0
1993	29,3	70,7
1994	18,0	82,0
1995	19,7	80,3
1996	13,4	86,6
1997	13,3	86,7
1998	13,9	86,1
1999	14,0	86,0
2000	15,7	84,3
2001	7,9	92,1
2002	8,0	92,0
2003	8,4	91,6
2004	10,0	90,0
2005	11,4	88,6
2006	13,9	86,1

Kaynak: SPK, Aylık Bülten,
<http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/index.html?tur=aylikbulten>

Finansal piyasalarda özel sektör tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin toplam menkul kıymet stoku içinde az yer tutması özel sektörün ihraç ettiği menkul kıymetlerin çeşit açısından da yetersiz olmasına neden olmuştur. Tablo 9, 1986 yılından itibaren özel sektör tarafından ihraç edilen her bir menkul kıymetin özel sektöre ihraç edilen toplam menkul kıymetler içerisindeki oranlarını vermektedir.

Tablo 9
Özel Sektör Tarafından İhrac Edilen Menkul Değerlerin % Dağılımları

Yıllar	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1986	37,21	40,50	0	0	0,31	21,98	0	0	0	0	100,00
1987	27,43	46,52	8,18	0	0,10	11,17	6,5	0	0	0	100,00
1988	32,04	18,54	23,82	0	0,01	20,92	4,65	0	0	0	100,00
1989	42,19	26,25	20,20	0	0,08	4,25	7,01	0	0	0	100,00
1990	65,46	12,15	3,42	0	0,06	5,26	13,62	0	0	0	100,00
1991	66,02	12,08	9,91	0	0,22	10,78	0,96	0	0	0	100,00
1992	23,63	3,54	4,46	64,27	0,26	3,41	0,40	0	0	0	100,00
1993	13,30	0,99	1,67	73,27	0	3,31	7,43	0	0	0	100,00
1994	44,32	0,58	0,18	49,92	0	2,38	2,60	0	0	0	100,00
1995	29,41	1,08	0,87	65,27	0,17	0,74	2,43	0	0	0	100,00
1996	63,10	0,76	1,77	25,70	0	1,45	5,52	0	0	1,67	100,00
1997	80,79	0,40	0,58	6,07	0	2,62	9,07	0	0,46	0	100,00
1998	82,78	0,30	0	1,30	0	0	15,61	0	0	0	100,00
1999	79,35	0,00	0	0	0	0	20,65	0	0	0	100,00
2000	51,93	0,00	0	0	0	0,21	47,78	0	0,06	0	100,00
2001	29,40	0,00	0	0	0	2,57	66,85	0	1,17	0	100,00
2002	38,09	0,00	0	0	0	1,99	57,36	0	2,55	0	100,00
2003	22,20	0,00	0	0	0	0	77,63	0	0,17	0	100,00
2004	35,77	0,00	0	0	0	0	64,22	0	0	0	100,00
2005	54,06	0,00	0,17	0	0	0	32,37	12,58	0,82	0	100,00
2006	53,60	0,74	0	0	0	0	16,53	29,06	0,05	0	100,00

Kaynak: SPK, Aylık Bülten Aralık 2006, http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf_index.html?tur=mkyf

1:Hisse senedi, 2:Tahvil, 3:Finansman Bonosu, 4:Varlığa Dayalı Menkul Kıymet, 5:Kar-Zarar Ortaklığı Belgesi, 6:Banka Bonosu, Banka Garantili Bono,7:Menkul Kıymet Yatırım Fonu Katılım Belgesi, 8:Emeklilik Yatırım Fonu Katılım Belgesi, 9:Yabancı Yatırım Fonu Katılım Belgesi, 10:Gayri Menkul Sertifikası

Tablo 9'a bakıldığında göze çarpan önemli hususlar şunlardır:

- En çok ihraç edilen menkul kıymet hisse senedir. Bu sonuç fon kaynağı açısından hisse senedi ihracına oldukça önem verildiğini göstermektedir. Tablo, birincil piyasalara ait değerleri vermektedir ki birincil piyasalar menkul kıymetlerin ilk defa ihraç edildiği piyasalardır. Dolayısıyla bu değerler ekonomiye sunulan menkul kıymetler oldukları için bu değerlere ait rakamlardaki artış finansal piyasaların derinleşmesine önemli katkılar sağlayacaktır.
- Tahvil ihracına ve finansman bonosuna dönem başında başvuruluyor iken 1990'lardan itibaren bu menkul kıymetlerin ihraç edilmesinin oldukça azaldığı görülmektedir.
- Varlığa dayalı menkul kıymet, kar zarar ortaklığı belgesi ve banka bonusu da ihraç edilen toplam menkul kıymetler içinde düşük orana sahiptirler. Varlığa dayalı menkul kıymetler 1992-1996 yılları arasında yoğun olarak kullanılmasına rağmen daha sonraki yıllarda bu menkul kıymet ihraç edilmemiştir.
- Menkul Kıymet Yatırım Fonu Katılım Belgesi ise finansal sistem içinde giderek artan bir oranda yer almaktadır. Bu belge bir menkul kıymettir ve yatırımcıların tasarruflarını değerlendirdikleri bir araçtır. Bu aracın ihracındaki artış tasarruf sahiplerin tasarruflarını değerlendirmede giderek bu araca yöneldiklerini göstermektedir.
- Tabloda yer alan diğer menkul kıymetlerin ise ihraç edilen toplam menkul kıymetler içerisindeki oranları oldukça düşüktür. Ancak Emeklilik Yatırım Fonu Katılım Belgesi ihracı 2005 yılından itibaren önemli katkılar sağlamaya başlamıştır. Emeklilik Yatırım Fonu Katılım Belgesi 2000 sonrası dönemde finansal sisteme girmiş ancak 2005 yılından itibaren işlem yapılmaya başlamıştır. 2005 yılında ihraç edilen menkul kıymetler içerisinde %12'lik bir orana sahip iken

2006 yılında %30'luk bir orana sahip olmuştur. Önümüzdeki yıllarda 2005 ve 2006 yıllarındaki gibi ihraç edileceği varsayımı altında bu menkul kıymetin finansal piyasalara katkısının yüksek oranda devam edeceği söylenebilir.

Tablo 8 ve Tablo 9 birlikte değerlendirildiğinde şu söylenebilir: hem ihraç edilen menkul kıymetlerin kamu ağırlıklı olması hem de özel kesim tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin çeşit ve miktar açısından zayıf olması finansal sistemin yeterince büyümediği anlamına gelmektedir. Finansal sistem bir bütün olarak kamu tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin baskısı altındadır. Bu durum finansal sistemin gelişme çizgisini de belirlemektedir: finansal sistem kurumsal açıdan bankalar ağırlıklı, menkul kıymet açısından da kamuya ait borç kağıtları ağırlıklı olmak üzere gelişmiştir. Bu durumun doğal sonucu olarak, bankalar finansal sisteme neredeyse tek başlarına hakim durumdadır. Aşağıda finansal sistemdeki kurumların bilanço büyüklükleri açısından oranları verilmektedir.

Tablo 10'a göre finansal sistem içerisindeki en büyük pay bankalara aittir. Bankalar finansal sistemdeki toplam bilanço büyüklüğünün yaklaşık %90'lık bir oranına sahiptir. Bu oran oldukça yüksektir ve finansal sistemin bir bütün olarak bankacılık sektörü tarafından yönlendirildiğini göstermektedir. Bu durum Türkiye'de bankacılık sektörünü daha da önemli hale getirmektedir; bankaların alacakları kararlar hem finansal sistemi hem de finansal sistem aracılığıyla ekonominin tümünü etkileyecektir. Ayrıca krediler çok büyük oranda bankalar aracılığıyla sağlanacaktır.

Tablo 10
Finansal Sistemdeki Kurumların Toplam Bilânço Büyüklükleri İçerisindeki % Dağılımları(1)

Finansal Sistemdeki Kurumlar	Bilânço Büyüklüğü İçindeki % Dağılımı
Bankalar(Katılım Bankaları* Dâhil)	87,3
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	4,0
Sigorta Şirketleri	3,3
Faktöring Şirketleri	1,1
Finansal Kiralama Şirketleri	1,9
Tüketici Finansman Şirketleri	0,6
Menkul Kıymet Aracı Kurumları	0,6
Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları	0,6
Emeklilik Fonları	0,6
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	0,1

Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2007, Sayı:5, s:29.

(1) Haziran 2007 İtibariyle

* Katılım Bankaları 1985 yılından itibaren faaliyet gösteren özel finans kurumlarıdır. Bu kurumlar 19.12.1999 tarih ve 4491 sayılı Kanun ile Bankalar Kanunu kapsamına alınmış, 19.10.2005 tarih ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ile banka olarak tanımlanmış ve Katılım Bankası olarak isimlendirilmişlerdir(TCMB).

Menkul kıymet yatırım fonları ve sigorta şirketlerinin toplamı %10'luk bir oran etse de yine de oldukça düşük bir orandır. Finansal sistemin üç kurumu yani bankalar, menkul kıymet yatırım fonları ve sigorta şirketleri sistemde yaklaşık %95'lik bir paya sahiptir. Faktoring şirketleri, finansal kiralama şirketleri, tüketici finansman şirketleri, menkul kıymet aracı kurumları, gayrimenkul ve menkul yatırım ortaklıkları ve emeklilik fonlarına ait değerler de finansal sistem içerisinde çok az paya sahiptir.

Tablo 10'da yer alan banka dışı finansal araçların çoğunun kuruluş ve faaliyete başlama yılları genellikle 1980'lerin ikinci yarısı ve 1990'ların başlarıdır(İbicioğlu, 2006). Türkiye'de bankalar kadar çok eski geçmişleri olmasa da yaklaşık yirmi yıllık bir zaman süresi de az değildir. Tablo 10'daki değerler, Türkiye'de finansal piyasaların yapısal olarak gelişmediğinin bir göstergesidir. Banka dışı finansal araçların gelişmemesi, banka kredileri dışında diğer finansal araçların gelişmesini de

engellenmiş olacağından banka dışı finansal araçların para arzının içselliği anlamında etkileri Türkiye ekonomisinde yok denecek kadar az olacaktır*.

Finansal sistem içerisinde kamu menkul kıymetlerinin özel kesim menkul kıymetlerinden fazla olması ve finansal sistem içinde bankaların ön planda olması Türkiye’de finansal varlık stoku açısından mevduatların ve kamu iç borç kağıtlarının ön sırada yer almalarına neden olmaktadır. Tablo 11, finansal varlık stoklarının toplam finansal varlık stoku içindeki oranlarını vermektedir.

Tablo 11
Finansal Varlık Stoklarının Toplam İçindeki % Oranları

Yıllar	Mevduat	Repo	Piyasa Kapsamında Halka Açık Kısım*	Özel Kesim Borçlanma Senetleri**	Kamu İç Borçları***
2001	43,8	1,1	5,6	0,0	49,5
2002	44,9	0,9	3,8	0,0	50,4
2003	39,9	0,8	7,7	0,0	51,6
2004	41,5	0,4	8,5	0,0	49,6
2005	42,5	0,3	12,5	0,0	44,8
2006	45,5	0,4	11,6	0,0	42,4

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, www.spk.gov.tr

*: Halka açık kısım 2003 yılına kadar %20 alınmış; 2003 yılı için ise %24,84, 2004 Aralık ayı için %28,89; 2005 Aralık ayı için %31,28 ve 2006 Eylül ayı için %32,13 olarak hesaplanmıştır.

** : Özel Kesim Borçlanma Senetlerine Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler Dâhil Edilmiştir.

***: Kamu İç Borçları: Tahvil + Bonodan oluşmaktadır.

2006 yılı verileri Eylül ayı itibariyledir.

Tablo 11’e göre 2006 yılında toplam finansal stoklar içerisinde en fazla payı mevduatlar almaktadır. Mevduatların toplam finansal varlıklar içindeki oranı 2001 yılında %43 iken 2006 yılında %45 olmuştur. Finansal stoklar içinde 2006 yılı itibariyle ikinci önemli payın kamu iç borç kağıtlarına ait olduğu görülmektedir. Kamu iç borç

* İbicioğlu 2006 yılında yapmış olduğu çalışmada banka dışı finansal araçların genel bir tanıtımını yaptıktan sonra bu alanda dünyada ve Türkiye’deki gelişmeler hakkında ayrıntılı bilgiler vermektedir.

kağıtlarının toplam içindeki oranı % 50'ler civarında iken 2005 yılından itibaren bu oran düşmeye başlamış ve %42'lere gerilemiştir.

Toplam finansal stoklar içindeki bir diğer oran özel sektör borçlanma senetlerine ait olanıdır. Özel kesim borçlanma senetleri 2001–2006 arası dönemde oldukça düşük bir seyir izlemiştir ki bu değerlerin küçük olmasının temel nedeni kamunun özel sektörü dışlamasıdır.

Tablo 11'de yer alan bir diğer değer şirketlerin halka açık kısmıdır. Piyasaların halka açık olan kısmının toplam finansal varlıklar içindeki oranına bakıldığında da altı yıllık bir süreç içerisinde önemli bir artış olduğu göze çarpmaktadır. 2001 yılında halka açık kısım toplam finansal varlıkların %5,6'sı iken bu oran 2006 yılında %12'ye yaklaşmıştır.

Tablo 11'de yer alan bir diğer değer repo işlemleridir. Repo işlemleri de SPK tarafından finansal stoklar içerisinde gösterilmiştir. 2000 sonrası dönemde de TCMB bazı parasal büyüklükler içersine net repo yükümlülüklerini eklemiştir. Repodaki artışlar bir anlamda parasal büyüklüklerin de artışı anlamına gelir. Dolayısıyla repo artışı bir taraftan bir finansal stok olarak diğer taraftan bir parasal büyüklük olarak kabul görmektedir. Finansal stokun bir unsuru olarak repo, toplam finansal stok içerisinde çok da önemli bir yer tutmamaktadır. Nitekim 2001 yılında reponun toplam değeri 2,8 bin YTL iken 2006 yılında 2,3 bin YTL olmuştur. Toplam finansal stok içerisindeki reponun oranı 2001 yılında %1,1 iken 2006 yılında % 0,4 olmuştur.

Tablo 11 değerlerini bir bütün olarak değerlendirmek gerekirse şu söylenebilir: Türkiye'de finansal stoklar içerisinde mevduatların ve kamu iç borç senetlerinin çok önemli bir ağırlığı vardır. İki birlikte 2006 yılı itibariyle toplam finansal stok içerisinde yaklaşık %90'lık orana sahiptir. Dolayısıyla bankaların ve kamunun finansal piyasalarda önemli bir ağırlığı vardır.

Bankaların finansal piyasalar içinde önemli bir yer tutması ve finansal stok olarak da banka mevduatlarının toplam finansal stoklar içinde ağırlıklı bir orana sahip olması finansal kesim içinde bankaların daha detaylı incelenmesini gerektirmektedir. Aslında içsel para arzı bağlamında banka dışı finansal kurumların da dahil olduğu tüm

finansal sistemin incelenmesi gerekmektedir. Ancak Türkiye'deki finansal piyasalarda bankaların ağırlıklı olması bankalar dışındaki diğer kurumların incelenmesini zorlaştırmaktadır. Çünkü hem bu kurumların faaliyete başlamaları yakın tarihlere rastlamaktadır hem de bu kurumlarla ilgili veriler ekonometrik analiz yapmak için yeterli değildir. Ayrıca finansal aracı kurumların önemli bir kısmının, örneğin sigorta şirketlerinin, sahibi de zaten bankalardır. Dolayısıyla içsel para arzı bağlamında bankacılık kesiminin incelenmesi tercih edilmiştir. Türkiye'de para arzının içselliğini araştıran diğer çalışmalar*, kamu kesiminden ve ödemeler bilançosundan kaynaklanan içsel para arzı artışlarını inceledikleri için, bu tezde bankacılık kesiminin içsel para arzı yaratmadaki rolü üzerinde durulacaktır. Bu çerçevede bankaların 1980 sonrası süreçte vermiş oldukları krediler, aktif ve pasif yapıları, türev araçları ne kadar kullandıkları, yurt dışından borçlanma imkânları vb. konular sayısal veriler ışığında incelenecektir. Bankacılık sektörüne yönelik bu incelemenin amacı bankaların finansal küreselleşmeye ne kadar ayak uydurabildiklerini ve Merkez Bankası'ndan bağımsız olarak ne oranda içsel para yaratabileceklerini ortaya koymaktır. Uygulama kısmında ise banka kredileri ile para arzı arasında Yapısalcı Post Keynesyenlerin ileri sürdükleri nedensellik ilişkisinin var olup olmadığı incelenecektir.

3-3- Bankacılık Kesimine İlişkin Göstergeler

Bankacılık sektörüne ait ilk veriler MB'nin de dahil olduğu bankacılık kesimince verilen kredilere aittir. Tablo 12, yıllar itibariyle bankalar tarafından verilen kredilerin toplam yurt içi kredi hacmi içindeki oranlarını vermektedir.

* Uygulama kısmında bu çalışmalar hakkında bilgi verilecektir.

Tablo 12
Bankacılık Sektörü Yurtiçi Kredilerinin Toplam Krediler İçindeki % Oranları*
Ve Her Kredinin Yıllık % Artış Oranları

Yıllar	Merkez Bankası Dolaysız Krediler		Mevduat Bankaları		Kalkınma ve Yatırım Bankaları		Toplam Kredilerdeki % Artış
	Toplam İçinde %	Yıllık Artış %	Toplam İçinde %	Yıllık Artış %	Toplam İçinde %	Yıllık Artış %	
1986	5	-	78	-	7	-	-
1987	15	57	78	59	7	39	57
1988	14	33	77	42	9	86	43
1989	10	6	83	60	7	29	49
1990	5	-20	89	78	6	41	65
1991	14	391	79	55	7	117	76
1992	17	130	77	82	6	50	86
1993	18	94	76	84	6	74	85
1994	19	78	75	68	6	76	70
1995	11	30	84	133	5	71	109
1996	10	92	85	130	5	117	125
1997	4	-9	92	133	4	99	116
1998	0	-99	95	53	5	75	48
1999	0	86	94	45	6	80	47
2000	2	17121	92	63	6	47	64
2001	2	49	91	23	7	58	26
2002	0	-66	91	1	9	24	1
2003	0	-100	93	51	7	19	47
2004	0	20	95	56	5	18	54
2005	0	-100	96	54	4	17	59
2006	0	-	95	40	5	21	40

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

** : % değerler yaklaşık olarak hesaplanmıştır ve bankalar arası krediler bu kredilere dâhil değildir.

İlk sütun MB'nin verdiği dolaysız kredileri içermektedir. MB'nin verdiği krediler Merkezi Yönetime, Mali Olmayan Kamu Girişimlerine ve Banka Dışı Mali Kurumlara verilen krediler şeklindedir**. MB'nin mali kuruluşlara verdiği krediler burada yer almamaktadır. Tablodan da görüldüğü üzere Merkez Bankası tarafından verilen kredilerin oranı hiçbir zaman %20'yi geçmemiş ve bu oran 1998 yılından sonra oldukça azalmış ancak 2000 ve 2001 krizlerinden dolayı biraz artmıştır. Bunun temel nedeni de banka dışı mali kurumlar içinde yer alan Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na verilen 500 bin YTL'lik değerdir(TCMB, Yıllık Rapor, 2001, s.242). MB'nin verdiği kredilerin yıllık % artış oranlarına bakıldığında bu oranın da 1990'ların sonundan itibaren düştüğü (2000–2001 kriz yılları hariç) görülmektedir. Hem toplam krediler içindeki hem de yıllık artış oranlarındaki bu düşüş MB'nin giderek bağımsızlaşmasına neden olmuştur.

Mevduat bankalarının verdiği krediler hem toplam kredi hacmi içindeki oran olarak hem de yıllık kredi artış oranı olarak sistemi sürükleyen kalemdir ve Türkiye'de yurt içi kredi hacmi büyük oranda mevduat bankaları tarafından belirlenmektedir. Mevduat bankalarının kredileri; Genel Yönetime, Mali Olmayan Kamu Girişimlerine, Özel Sektöre ve Banka Dışı Mali Kuruluşlara verilen kredileri içermektedir. Bunlar içindeki en büyük oran özel sektöre verilen kredilerdir. Mevduat bankaları tarafından verilen kredilerin toplam kredi hacmi içindeki oranı son yıllarda %95'ler düzeyine yükselse de bankalar tarafından verilen kredilerdeki artış oranının azaldığı ve başlangıç yıllarına dönüldüğü görülmektedir. Mevduat bankaları tarafından verilen kredilerdeki bu azalma toplam kredilerin artış oranında da azalmaya neden olmuştur.

Kalkınma ve yatırım bankalarının verdikleri krediler de mevduat bankalarının verdiği kredi kalemleriyle aynıdır. Kalkınma ve yatırım bankaları tarafından verilen kredilerin toplam krediler içindeki oranına bakıldığında bu oranın yıllar içinde çok fazla değişmediği hatta azaldığı görülmektedir. Bu kredilerin yıllık artış oranlarına bakıldığında özellikle 1990'ların sonlarından itibaren düştüğü görülmektedir. Bunun da

** Her bir Banka Gurubunun verdikleri kredilerin alt grupları burada sadece anılmıştır. Ancak alt gruplara verilen kredi miktarları buraya alınmamıştır. Bunun için <http://evds.tcmb.gov.tr/> adresinden Bankacılık Kesimi Yurt İçi Kredi Hacmi bölümüne bakılabilir.

temel nedeni özel sektöre kullandığı kredilerin önemli derecede azalmasıdır. Kalkınma ve yatırım bankalarının mali olmayan kamu girişimlerine verdiği krediler ise 1997 yılından itibaren kesilmiştir.

Türkiye’de, Tablo 12’den de görüleceği üzere, mevduat bankaları ile kalkınma ve yatırım bankaları birlikte toplam kredi miktarının büyük bir kısmını karşılamaktadır. Merkez Bankası artık kredi vermediği için, piyasadaki kredi miktarını yürüttüğü para politikalarıyla etkileyecektir. Mevduat bankaları toplam kredi hacminin önemli bir bölümünü karşıladığı için bundan sonraki veriler mevduat bankalarına aittir. Mevduat bankalarına ait verilerin analiz edilmesinin nedeni, kredilerin kaynağının incelenmesi ve bunun içsel para arzı bağlamında ne anlama geldiğinin açıklanabilmesidir.

Tablo 13, banka sayılarıyla ilgili bilgiler vermektedir. Banka sayılarının her bir grup içinde yıllar içinde düştüğü görülmektedir. Aslında banka sayılarının bu kadar çok olmasının bir nedeni de önceki kısımlarda da değinildiği üzere devletin uygulamış olduğu yüksek faiz politikasıdır. 1990 yılından sonra toplam banka sayısı çok hızlı bir şekilde artmış ve 1988 yılında banka sayısı 60 iken 1999 yılında 81 olmuştur. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri banka sayısının azalmasına ve bazı bankaların sigorta fonuna devredilmesine neden olmuştur. Sistemde Eylül 2007 yılı itibariyle toplam banka sayısı 46’dır. Bu sayının yaklaşık üçte biri yabancı bankalardan oluşmaktadır.

Tablo 13
Banka Sayıları

Yıllar	Mevduat Bankaları					Kalkınma ve Yatırım Bankaları	Toplam(Katılım Bankaları hariç)
	Kamu	Özel	Fon	Yabancı	Toplam		
1988	8	25	-	19	52	8	60
1989	8	24	-	21	53	9	62
1990	8	25	-	23	56	10	66
1991	8	26	-	21	55	10	65
1992	6	31	-	20	57	12	69
1993	6	32	-	20	58	12	70
1994	6	29	-	20	55	12	67
1995	5	32	-	18	55	13	68
1996	5	33	-	18	55	13	69
1997	5	36	-	18	59	13	72
1998	4	38	-	18	60	15	75
1999	4	31	8	19	62	19	81
2000	4	28	11	18	61	18	79
2001	3	22	6	15	46	15	61
2002	3	20	2	15	40	14	54
2003	3	18	2	13	36	14	50
2004	3	18	1	13	35	13	48
2005	3	17	1	13	34	13	47
2006	3	14	1	15	33	13	46
2007 Eylül	3	12	1	17	33	13	46

Kaynak: TBB, http://www.tbb.org.tr/turkce/diger_bilgiler/bgbsbb.xls

Sistemde çok sayıda banka olmasına rağmen yoğunlaşma oranı yüksektir. Tablo 14, sistemdeki yoğunlaşmayı göstermektedir.

Tablo 14
Bankacılık Kesiminde Yoğunlaşma

Yıllar	İlk Beş Banka			İlk On Banka		
	Aktif	Mevduat	Krediler	Aktif	Mevduat	Krediler
1994	50	56	48	73	82	76
1995	48	53	50	71	73	75
1996	46	52	46	69	72	72
1997	44	47	46	67	70	72
1998	44	49	40	68	73	73
1999	46	50	42	68	69	73
2000	48	51	42	69	72	71
2001	56	55	49	80	81	80
2002	58	61	55	81	86	74
2003	60	62	54	82	86	75
2004	60	64	48	84	88	77
2005	63	66	56	85	89	80
2006	63	64	58	86	90	83

Kaynak: TBB, Çeşitli Yıllara Ait Bankalarımız Kitapları

Bankacılık kesimindeki yoğunlaşma aktif ve pasif büyüklükleri açısından ölçülmektedir. Sistemdeki ilk beş banka; 1994 yılında toplam aktiflerin %50'sini, mevduatların %56'sını ve kredilerin %48'ini elinde bulundurmaktadır. 2006 yılında ise sistemdeki ilk beş bankanın aktiflerdeki payı %63, mevduatlardaki payı %64 ve kredilerdeki payı %58 olmuştur. Kısaca ilk beş bankanın sistemde zaten var olan ağırlığı süreç içerisinde daha da artmıştır. İlk on banka açısından bakıldığında da durum farklı değildir. Şöyle ki ilk on bankanın 1994 yılında aktif ve pasif büyüklükleri açısından 1994 yılında var olan nispi büyüklüğü artmış ve 2006 yılında neredeyse sistemin tümüne hâkim olmuştur; sistem on bankanın denetimi altında işlemektedir. Dolayısıyla ilk on bankanın kredilere ilişkin alacakları kararlar ya da likidite tercihlerindeki değişikliklerin ekonomiye etkileri büyük olacaktır.

3-3-1- Bankaların Pasif Kalemlerine İlişkin Göstergeler

Bu başlık altında Türkiye ekonomisindeki bankalara ait bazı değerler ve rasyolar incelenecektir. Bu incelemenin amacı, 1990 sonrası dönemde finansal liberalleşmeyle birlikte bankacılık sektörünün kredi kaynaklarında değişim olup olmadığını görebilmektir.

Daha önceki kısımlarda da ileri sürüldüğü üzere, finansal serbestleşmenin ve mali inovasyonların, bankaların yeni fon kaynakları bulabilmesini kolaylaştırması yani kredi verebilme imkânlarını genişletmesi beklenir. Çünkü finansal serbestleşme ile birlikte bankaların aktif ve pasif yönetimlerinde bir takım değişiklikler yapmaları mümkün olmaktadır. Aynı zamanda, finansal akımların serbest bırakılmasından dolayı bankalar yurt dışı piyasalardan da fon bulabildikleri için yurt içi piyasalara kredi verme konusunda daha rahat davranacaklardır. Aşağıdaki tablolar bankacılık sisteminde bu tür değişiklikler olup olmadığını araştırmak için oluşturulmuştur.

Tablo 15’de mevduatlar, mevduat dışı kaynaklar ve toplam pasifler yer almaktadır. Mevduat dışı kaynaklar olarak Merkez Bankası’ndan, yurt içindeki ve yurt dışındaki bankalardan ve bankalararası piyasalardan alınan krediler toplamı yer almaktadır. Yıllar itibariyle hem mevduatların hem de mevduat dışındaki kaynakların arttığı görülmektedir. Mevduattaki artışlar kadar mevduat dışı kaynaklardaki artışlar da önemlidir çünkü mevduat dışı bankaların kredi yaratma sürecinde sadece mevduatlara bağımlı kalmamalarını sağlamaktadır. Mevduat dışındaki kaynakların artmış olması da tek başına bir şey ifade etmez. Çünkü bankaların Merkez Bankası’ndan aldıkları krediler de bu grup içerisinde. Önemli olan, finansal serbestleşme ve finansal piyasalardaki derinleşme ile birlikte bankaların Merkez Bankası’na olan bağımlılıklarının da azalmaya başlaması ve alternatif fon kaynaklarına ulaşabilmeleridir. Dolayısıyla mevduat dışı kaynaklardan hangilerinin yıllar içinde artmış olduğunun da belirlenmesi gerekir.

Tablo 15
Bankaların Topladıkları Mevduatlar ve Mevduat Dışı Kaynaklar

Yıllar	Mevduatlar	Mevduat Dışı Kaynaklar*	Toplam Pasif
1990	95,135	18,887	169,225
1991	166,336	32,195	295,277
1992	305,489	77,679	553,929
1993	544,966	174,431	1,047,988
1994	1,275,113	207,709	2,018,939
1995	2,664,936	382,240	4,102,384
1996	6,145,516	894,196	8,959,111
1997	12,545,561	2,202,421	19,378,544
1998	24,185,291	3,842,257	36,827,949
1999	48,263,769	8,894,253	72,120,858
2000	68,442,406	14,848,716	104,283,106
2001	116,646,946	21,441,357	169,221,332
2002	142,387,988	20,634,557	212,675,488
2003	160,812,250	22,375,009	249,749,773
2004	197,393,862	28,878,815	306,451,565
2005	253,578,919	43,707,356	396,970,059

Kaynak: TBB, <http://www.tbb.org.tr/>, Rakamlar Milyar TL'dir. *: Buradaki mevduat dışı kaynaklar olarak TCMB'den, yurt içindeki ve yurt dışındaki bankalardan ve bankalararası para piyasasından alınan krediler toplamı alınmıştır.

Tablo 15'e göre 1990 yılında mevduatlar rakamsal olarak 95,135 milyar TL iken 2005 yılında 253,578,919 milyar TL'ye çıkmıştır. Tablo 16'da yer alan mevduatların yıllık oransal artış hızlarına bakıldığında 2001 yılına kadar iniş ve çıkışlar olsa da devamlı arttığı görülmektedir. Ancak 2001 yılından sonra mevduatların artış hızı önemli oranda düşmüştür. Toplam pasifin artış hızı da mevduatın artış hızıyla aynı seyri izlemektedir: Pasifteki artış hızı da 2001 yılına kadar devamlı yükselen bir seyir izlerken 2001 yılından sonra yavaşlamıştır. Bu sonuçlar pasiflerin önemli ölçüde

mevduatlara bağı olduğu anlamına gelmektedir. Yani bankaların yükümlülükleri içinde mevduat hala önemli bir yer tutmaktadır* .

Tablo 16
Bankaların Topladıkları Mevduatlardaki ve Mevduat Dışı Kaynaklardaki % Değişimler ve Oranlar

Yıllar	Mevduatlardaki % Artış	Mevduat Dışı Kaynaklardaki % Artış	Toplam Pasifteki % Artış	Mevduatların Toplam Pasife Oranı %	Mevduat Dışı Kaynakların Toplam Pasife Oranı %
1991	74	70	74	56	11
1992	83	141	87	55	14
1993	78	125	89	52	17
1994	133	19	92	63	10
1995	108	84	103	64	9
1996	130	134	118	68	10
1997	104	146	116	64	11
1998	92	74	90	65	10
1999	99	131	95	66	12
2000	41	67	44	65	14
2001	70	44	62	68	13
2002	22	-4	25	66	10
2003	12	8	17	64	9
2004	22	29	22	64	9
2005	27	51	29	63	11

Kaynak: Tablo 15 Değerleri

* Yükümlülükler (pasifler) içinde mevduatların payının yüksek olması, kredilerin temel kaynağının mevduatlar olduğu anlamına gelmez. Çünkü Post Keynesyenlere göre öncelikle kredi verilir ve sonra bu krediler mevduat artışına neden olur. Bankalar, öncelikli olarak kredi verirler daha sonra bu krediler için kaynak ararlar. Üçüncü bölümün ilgili yerlerinde bu konu hakkında bilgi verilmiştir.

Mevduat dışı kaynakların artış hızlarına bakıldığında, artış hızının istikrarlı bir seyir izlemediği görülmektedir. Ayrıca toplam pasifteki artış hızının mevduat dışı kaynakların artış hızıyla değil mevduatlardaki artış hızıyla aynı yönde hareket ettiği görülmektedir. Bunun temel nedeni de mevduatların toplam pasif içindeki oranının mevduat dışındaki kaynakların toplam pasife oranından daha büyük olmasıdır. Nitekim bu durum Tablo 16’da açıkça görülmektedir: mevduatların toplam pasife oranı %50’nin altına hiç düşmemişken, mevduat dışı kaynakların toplam pasife oranı %10 civarlarındadır.

Mevduat dışı kaynaklar; bankaların kredi yaratma sürecinde üstlendikleri yükümlülükler olarak isimlendirilebilir. Bankalararası para piyasasından yapılan borçlanmalar, TCMB’den alınan krediler, yurt içi ve yurt dışı bankalardan alınan krediler, ihraç edilen menkul kıymetler mevduat dışı kaynaklar olarak alınmıştır. Mevduat dışındaki kaynakların bu alt kalemlerinin yıllar içinde nasıl bir seyir izlediği de önemlidir. Çünkü bankaların kredi faaliyetlerinde mevduat dışındaki hangi kaynakları kullandığı daha net olarak anlaşılacaktır.

TCMB’den alınan kredilere bakıldığında bu değerlerin yıllar itibariyle istikrarlı bir seyir izlemediği görülebilir. 1990 yılından 1993 yılına kadar artış söz konusu iken 1994 yılından 1997 yılına kadar azalma görülmektedir. Bu değer 1997 yılından 2001 yılına kadar tekrar artmış ancak 2001 yılından sonra önemli ölçüde düşmeye başlamıştır. TCMB’nin bankalara vermiş olduğu kredilerdeki bu değişkenlik 1990 sonrası uygulanan para politikalarının da bir yansımasıdır. 1990–2000 dönemi para programlarının uygulandığı ve çeşitli krizlerin yaşandığı yıllardır. Genel olarak bu dönemde MB’nin en son ödünç veren merci olma fonksiyonunu yerine getirdiği söylenebilir. Çünkü kriz yıllarına bakıldığında MB’nin bankalara vermiş olduğu kredilerde çok önemli artışların olduğu görülmektedir. 1994 krizinden sonra MB’nin bankalara açmış olduğu kredilerde azalma görülmesine rağmen bankaların, bankalararası para piyasasından alınan kredilerde çok önemli artışların olduğu görülmektedir. 2001 krizinden sonra ise MB’nin bankalara açmış olduğu kredilerde önemli bir azalmanın olduğu görülmektedir. Bunun da nedeni krizden sonra uygulanan

GEGP'dir. MB'nin, enflasyonla mücadele çerçevesinde bankalara verdiği kredileri azaltma yolunu seçtiği söylenebilir.

Tablo 17
Mevduat Dışı Kaynak Olarak Krediler Borçlar ve Bunlardaki % Değişimler

Yıllar	TCMB' den Alınan Krediler		Yurt Dışı Bankalardan Alınan Krediler		Yurt İçi Bankalardan Alınan Krediler		Bankalararası Para Piyasasından Alınan Borçlar	
		%		%		%		%
1990	3,858		9,930		3,944		1,155	
1991	4,606	19	19,774	99	6,983	77	0,832	-27
1992	8,763	90	52,567	165	13,577	94	2,772	233
1993	17,801	103	129,206	145	25,715	89	1,709	-38
1994	12,391	-30	102,762	-20	66,323	157	26,233	1434
1995	12,329	-0,5	189,674	84	148,864	124	31,373	19
1996	24,326	97	552,859	191	270,723	81	46,288	47
1997	70,410	189	1,529,912	176	530,247	95	71,852	55
1998	56,894	-19	2,635,487	72	772,212	45	377,664	425
1999	94,837	66	6,520,500	147	1,353,121	75	925,795	145
2000	99,673	5	10,938,878	67	2,188,503	61	1,621,662	75
2001	381,364	282	14,593,492	33	2,437,987	11	4,028,514	148
2002	196,487	-48	14,834,837	1	2,847,345	16	2,755,888	-31
2003	118,081	-39	17,697,962	19	2,755,528	-3	1,803,438	-34
2004	71,714	-39	24,472,582	38	2,969,648	7	1,364,871	-24
2005	1,378	-98	40,858,894	66	2,842,084	-4	5,000	-99

Kaynak: TBB, <http://www.tbb.org.tr> Rakamlar Milyar TL'dir.

Tablo 17'de yer alan bir diğer mevduat dışı kaynak, bankaların yurt dışındaki bankalardan almış oldukları kredilerdir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin en önemli sonuçlarından birisi yurt dışından alınan kredilerdeki artışlardır. 1990–1993 döneminde yurt dışındaki bankalardan alınan kredilerin oldukça arttığı gözlenmektedir.

1994 yılındaki kriz, yurt dışından alınan kredilerde bir düşüşe neden olsa da 1995 yılından 2000 yılına kadar bu kredilerin artışının devam ettiği görülmektedir. 2001 yılındaki kriz yurt dışındaki bankalardan alınan kredileri düşürmemiş sadece artış hızını yavaşlatmıştır. Nitekim 2003 yılından sonra bankaların yurt dışındaki bankalardan borçlanmaya devam ettiklerini göstermektedir. Genel olarak bankaların yurt dışı bankalara başvurdukları söylenebilir.

Tablo 17'den de görüleceği üzere bankaların, Merkez Bankası'ndan, yurt içindeki bankalardan ve bankalararası piyasadan alınan kredilerinde 2002 yılından itibaren önemli düşüşler olmasına rağmen yurt dışındaki bankalardan alınan kredilerinde artışlar söz konusudur. Bu durum bir yandan yurt içindeki bankaların uluslararası sermaye ile ilişkilerini artırdığı anlamına gelirken, diğer taraftan bankaların Merkez Bankası kaynaklarına olan bağımlılığının giderek azaldığı anlamına da gelmektedir. Çünkü bankalar gelen kredi taleplerinin karşılanmasında Merkez Bankası kaynaklarına daha az, ancak yurt dışı kaynaklarına daha fazla başvuracaktır. Ancak bankalar yurt dışından elde ettikleri kredileri özel sektöre kullandırmaktansa kamuya borç olarak vermişlerdir. Çünkü 1990–2000 döneminde, yüksek kamu borçlanma gereğinin neden olduğu düşük kur-yüksek faiz makasının yarattığı etkiyle yurt dışından borçlanıp yurt içinde devlete borç vermek özel sektöre kredi vermekten daha karlıdır. Bankaların ellerinde önemli oranda kamu kâğıdı tutmaları diğer yandan bankacılık kesiminin Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden çok fazla etkilenmelerinin de nedeni olmuştur. Çünkü birçok banka yüksek açık pozisyonda iken artan döviz kurundan dolayı yükümlülükler açısından, aynı zamanda faizlerin artması sonucu ellerinde bulunan kamu iç kağıtlarının fiyatlarının düşmesinden dolayı da varlıklar açısından zarara girmişlerdir.

Mevduat dışı kaynaklar içerisinde yer alan bir diğer kalem bankaların menkul kıymet ihracıdır*. Menkul kıymet ihracı, bankaların Merkez Bankası'ndan bağımsız olarak kredi yaratabilme güçlerinin de bir ölçütüdür. İhraç edilen menkul kıymetler;

* Menkul kıymet ihracı mevduat dışı kaynak olmasına rağmen, 15., 16. ve 17. Tablolarda yer alan mevduat dışı kaynaklar içinde gösterilmemiş ayrı bir tablo halinde verilmiştir. Tablo 19'da yer alan Repo İşlemlerinden Elde Edilen Fonlar da mevduat dışı kaynak olmasına rağmen 15., 16. ve 17 tablolarda gösterilmeyip ayrı bir tablo halinde gösterilmiştir.

tahviller, bonolar ve varlığa dayalı menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Banka bunlardan ne kadar fazla ihraç edebilirse Merkez Bankası'ndan bağımsız olarak o kadar fazla kredi kaynağı elde etmiş olacaktır. Menkul kıymet ihracı bankaların finansal inovasyonlarının da bir göstergesidir. Özellikle Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler önemli bir kaynaktır. Tablo 18, bankaların ihraç ettikleri menkul kıymetlere ilişkin değerleri göstermektedir.

Tablo 18
Bankaların Mevduat Dışı Kaynak Olarak Menkul Kıymet İhraçları ve Bu Menkul Kıymet İhraçlarının Toplam Pasife Oranı

Yıllar	İhraç Edilen Menkul Kıymetler	İhraç Edilen Menkul Kıymetlerin Artış Hızı (%)	İhraç Edilen Menkul Kıymetlerin Toplam Pasif İçindeki Oranı
1990	3.869	-	2,28
1991	6.167	59	2,08
1992	15.697	154	2,83
1993	39.386	150	3,75
1994	55.966	42	2,77
1995	90.443	61	2,20
1996	99.259	9	1,10
1997	306.623	208	1,58
1998	276.764	-9	0,75
1999	472.377	70	0,65
2000	646.625	36	0,62
2001	1,939,753	199	1,14
2002	938,139	-51	0,44
2003	488,761	-47	0,19
2004	467,965	-4	0,15

Kaynak: TBB, Bankalarımız Kitabı, Rakamlar Bin YTL olarak ifade edilmiştir.

<http://www.tbb.org.tr/v12/2005.asp>

Tablo 18'den de görüleceği üzere Türkiye'deki bankaların menkul kıymet ihracı çok düşük düzeydedir. 1990–2000 döneminde bankaların menkul kıymet ihracı devamlı artmış, 2001 krizinde zirve yapmış ancak 2001 yılından sonra devamlı azalmaya başlamıştır. İhraç edilen menkul kıymetlerin toplam yükümlülükler içerisindeki oranı da oldukça düşüktür. 1990–1995 döneminde menkul kıymet ihracı toplam yükümlülüklerin %2'si civarında iken, 1996 yılından itibaren oran devamlı düşmüştür. 2001 yılındaki %199'luk artışın nedeni ise o yıl yapılan 1.746.328 milyar TL'lik tahvil ihracıdır. 2005 yılında ise menkul kıymet ihracı hemen hemen yoktur. Bu sonuçlar, bankaların mevduat dışı kaynaklar açısından menkul kıymet ihracına pek başvurmadıklarını göstermektedir.

Bankaların 2001 yılından itibaren yükümlülüklerine aldıkları bir kalem Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonlardır. Bu fonlar önceki yıllarda Nazım Hesaplara kaydedilmekte ve pasif hesaplara dâhil edilmemekteydi. Ancak 2001 yılıyla birlikte bankalar repo işlemlerinden sağlanan fonları pasif hesaplarda Para Piyasaları başlığı altına kaydetmeye başlamışlardır. Bu hesap önemlidir. Çünkü TCMB de artık Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonları, parasal büyüklüklere dâhil etmektedir*. Dolayısıyla repodan elde edilen fonlar bankaların içsel para yaratma mekanizmalarından birisi olarak görülebilir. Tablo 19, repo işlemlerinden sağlanan fonların toplam pasif içerisindeki yerinin görülmesi için hazırlanmıştır.

Tablo 19'de yer alan Toplam Pasif değerleri 1991–2000 yılları için tarafımızca yeniden tanımlanmıştır. Çünkü bu yıllar arasında bankacılık kesimine ait bilançolarda repo işlemlerinden sağlanan fonlar pasif kalemlere dâhil edilmemekteydi. Dolayısıyla mevduat dışı bir yükümlülük olarak repo işlemlerinden sağlanan fonların toplam pasif içindeki yerinin daha net görülebilmesi için bu döneme ait pasif rakamlarına repo işlemlerinden elde edilen fonların da katılması gerekmektedir. Bu fonların toplam pasife oranı 1991 yılında % 0,12 iken daha sonra 1995 yılı hariç 2001 yılına kadar devamlı

* TCMB, repo işlemlerinden elde edilen fonlar bir yükümlülük olduğu için, bu fonları parasal büyüklüklere ekleyerek M2YR veya M3YR gibi parasal büyüklükleri elde etmekteydi. 2005 yılından itibaren hem repo işlemlerinden elde edilen fonları hem de B Tipi Likit Fonları parasal büyüklükler içinde göstermeye başlayarak geniş tanımlı para arzını (M3) tanımlamaya başlamıştır. Çünkü hem repodan elde edilen fonlar hem de B likit fonlar, likiditesi yüksek finansal varlıklardır ki küçük bir işlem maliyetiyle hemen nakte çevrilmektedirler. Ayrıca repodan elde edilen fonlar için bankaların zorunlu karşılık ayırmalarına gerek yoktur.

artmıştır. 1996 ve 2000 yılları arasında bu oran beş yıl %10'un üzerinde olmuştur. 2001 yılında bu oran düşmesine rağmen 2002 yılından itibaren tekrar artma eğilimine girmiştir. 2006 yılı Eylül ayı itibariyle de toplam pasiflerin %4,61'i kadardır.

Tablo 19
1990 Sonrası Dönemde Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonlar

Yıllar	Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonlar	Repo İşlemlerinin Dahil Olduğu Toplam Pasif*	Repo İşlemlerinden Sağlanan Fonların Toplam Pasife Oranı(%)
1991	3,740	295,651	0,12
1992	13,965	567,894	2,45
1993	61,921	1,109,909	5,57
1994	129,931	2,148,870	6,04
1995	316,910	4,134,075	0,76
1996	1,206,599	10,165,710	11,86
1997	3,142,989	22,521,533	13,95
1998	4,648,665	41,476,614	11,20
1999	8,954,270	81,075,128	11,04
2000	14,053,273	118,336,379	11,87
2001	480,098	169,221,332	0,28
2002	6,160,783	212,675,488	2,89
2003	11,241,109	249,749,773	4,50
2004	10,596,394	306,451,565	3,45
2005	17,413,663	396,970,059	4,38
2006(Eylül)	21,276,725	460,988,505	4,61

Kaynak: TBB, İstatistik Raporlar. <http://www.tbb.org.tr> , Rakamlar Bin YTL olarak ifade edilmiştir.

*: 1991-2000 yılları arasındaki repo işlemlerinin dahil olduğu toplam pasif değerleri tarafımızca hesaplanmıştır. 2001 sonrası dönemde toplam pasif değerleri zaten repo işlemlerinden sağlanan fonları içerdiği için eklemeye yapılmamıştır.

3-3-2- Bankalardaki Türev Finansal Araçların Kullanımına İlişkin Göstergeler

Bir ekonomide fonların, finansal piyasalar aracılığıyla ekonomiye aktarılması çeşitli şekillerde ortaya çıkabilir. Fonların aktarılması açısından finansal piyasalar; piyasa temelli fon aktarımı ve banka temelli fon aktarımı olarak ikiye ayrılmaktadır. Eğer finansal sistem içerisinde fonlar büyük oranda sermaye piyasaları aracılığıyla aktarıyorsa piyasa temelli finansal sistem olarak isimlendirilir. Fonlar büyük oranda bankalar tarafından aktarıyorsa bu tür finansal sistemler de banka temelli finansal sistem olarak isimlendirilir. Her iki fon aktarma türünde de çeşitli riskler ortaya çıkabilir ki türev araçlar sermaye piyasalarındaki risklere karşı geliştirilmiş araçlardır. Mevduat sigortası uygulaması ise banka kanalı ile fon aktarılması sırasında ortaya çıkabilecek risklere karşı geliştirilmiştir. Ancak finansal inovasyonlar sayesinde bankalar da çeşitli risklere karşı türev araç kullanabilmektedir. Bu tür finansal sistemler “Karma(Hibrid) Finansal Sistem”(Kahyaoğlu, 2004, s.284) olarak adlandırılmaktadır.

Diğer finansal araçlarla birlikte türev finansal araçların da dünya genelinde gelişmeleri ve iktisadî sistem içerisinde yoğunluk kazanmaları 1980’li yıllardan sonra olmuştur. Türkiye’de de 1980’li yıllarda başlatılan finansal serbestleşme ile birlikte faiz ve döviz işlemlerinin üzerindeki kontroller kaldırılmış ve bu sayede finansal piyasaların gelişmesi umulmuştur. Finansal piyasalardaki araçların sayısında ve çeşidinde artış oldukça türev araçlarda da artışlar olmuştur.

Türkiye’de türev finansal araçlar, nazım hesaplar içinde bilânçodışı yükümlülükler başlığı altında kaydedilmektedir. Bankalar türev finansal araçlar sayesinde kredi faaliyetlerini daha rahat bir şekilde yürütebilme imkânına kavuşmaktadır. Çünkü bankalar bu araçlar sayesinde kredilerden kaynaklanan riskleri daha iyi yönetilebilme ve ayrıca likiditelerini de bu araçlar sayesinde istedikleri şekilde düzenleyebilme imkanını elde etmiş olacaktadırlar. Ayrıca bankaların türev araçları kullanmaları bankaların finansal gelişmişliklerinin de bir göstergesi olarak yorumlanabilir.

Aşağıda yer alan Tablo 20, 1988 yılından itibaren bankalar tarafından gerçekleştirilen türev finansal araçların tutarını göstermektedir. Buradaki türev araçlarla gerçekleştirilen işlemler alım satım amaçlı yapılan türev işlemlerdir. Risklere karşı gerçekleştirilen işlemler çok düşük olduğu için alınmamıştır.

Tablo 20
Bankalarda Türev Finansal Araçların Kullanımı

Yıllar	Futures Faiz Alım-Satım İşlemleri	Futures Para İşlemleri	Para ve Faiz Swap İşlemleri	Para ve Faiz Opsiyonları	Vadeli Döviz Alım-Satım İşlemleri
1988	0.00	0.00	1,057.59	0	60.89
1989	0.00	0.00	333.85	0	653.98
1990	0.00	0.00	456.55	0	1,627.73
1991	514.45	0.15	2,472.26	0	2,915.77
1992	0.00	8,054.85	6,978.50	0	10,287.74
1993	297.60	14,451.53	35,190.53	0	18,089.89
1994	830.55	12,805.40	33,110.02	0	78,105.21
1995	0.00	14,172.00	206,967.13	0	867,324.33
1996	88,665.00	31,081.00	534,782.00	33,386.00	1,442,804.00
1997	209,298.00	45,227.00	1,052,230.00	56,302.00	5,370,823.00
1998	352,832.00	501,105.00	2,214,376.00	480,334.00	11,321,969.00
1999	218,793.00	1,070,519.00	5,083,976.00	1,193,829.00	33,556,910.00
2000	199,068.00	1,542,737.00	12,011,367.00	2,119,648.00	43,026,160.00
2001	4,461,013.00	1,208,591.00	8,380,683.00	31,240.00	25,816,496.00
2002	4,426,183.00	290,092.00	13,916,840.00	69,676.00	8,691,015.99
2003	4,449,572.00	562,945.57	21,439,530.97	2,130,990.00	7,201,918.48
2004	4,284,395.00	526,760.00	24,555,183.00	3,850,474.00	8,549,042.00
2005	3,845,577.56	422,833.00	35,319,280.82	11,763,279.00	14,647,761.07

Kaynak: TBB, <http://www.tbb.org.tr/bbts/default.aspx> , Rakamlar 1000 YTL'dir.

Araçların kullanımına bakıldığında en çok vadeli döviz alım-satım işlemlerine başvurulduğu görülmektedir. Daha sonra sırasıyla swap işlemleri, opsiyonlar, future faiz alım-satım ve future para işlemleri gelmektedir. Bankaların faiz ve döviz üzerindeki engellerin kaldırılmasından sonra türev finansal araçların kullanımına hızlı bir şekilde uyum sağladıkları söylenebilir. Tablo 20'deki değerler alım satım amaçlı türev işlemleri gösterdiği için şu değer indirme yapılabilir: bankalar likiditelerini düzenlemek için türev araçlardan en çok para ve faiz swapları ile vadeli döviz alım satım işlemlerine başvurduklarıdır. Bankaların risklere karşı türev araçlara çok az başvurdukları görülmektedir. Hatta 2001-2005 döneminde risklere karşı türev araçların kullanımı sıfırdır. 2006 yılında risklerden korunmak amacıyla türev işlem yapılmış olmasına rağmen bu değer alım satım amaçlı olarak yapılan türev işlemlerin yanında çok düşük kalmıştır. TBB veri sorgulama sitesindeki rakamlara göre 2006 yılında alım satım amaçlı gerçekleştirilen türev işlemler 106.125.271 bin YTL iken riskten korunmaya yönelik yapılan türev işlemler 1.278.881 bin YTL düzeyinde gerçekleşmiştir (<http://www.tbb.org.tr/bbts/default.aspx>). Dolayısıyla Türkiye'de bankaların daha çok likiditelerini düzenlemek amacıyla türev işlemlerine başvurdukları söylenebilir.

Tablo 21 yıllar itibariyle türev finansal araçlarla gerçekleştirilen işlemlere ait toplam değerleri ve bu toplam değerlerin yıllık değişimini vermektedir. Değerlerdeki % değişim hızlarına bakıldığında türev finansal araçların kullanımının hızlı olduğu görülmektedir.

En yüksek artış %2717 artış hızıyla 1991 yılında olmuştur. Bu artışın da ana nedeni Tablo 20'den görüleceği üzere vadeli döviz alım-satım işlemleriyle para ve faiz swap işlemlerindeki hızlı artışlardır. Bir diğer önemli değişim 1994 krizinin hemen arkasından olmuştur. 1995 yılındaki artış hızı %734 olarak gerçekleşmiştir. Yaklaşık 132 milyar TL'den 1100 milyar TL'ye bir artış olmuştur. Bu artışın nedeni bütün türev finansal araçlardaki artışlardır. Bu sonuç krizden kurtulmak için bankaların türev finansal araçları yoğun bir şekilde kullandıklarını göstermektedir.

Tablo 21
Türev Finansal Araçlarla Gerçekleştirilen İşlemlerin Tutarı

Yıllar	Tutar	% Değişim
1988	1,69	-
1989	0,99	-41
1990	2,12	114
1991	5,974	2717
1992	25,506	326
1993	76,907	201
1994	131,499	70
1995	1,096,915	734
1996	2,255,697	105
1997	6,942,269	207
1998	15,187,830	118
1999	42,321,941	178
2000	60,235,429	42
2001	40,519,446	-32
2002	25,423,868	-37
2003	34,279,858	34
2004	38,973,539	13
2005	65,893,599	69

Kaynak: TBB, <http://www.tbb.org.tr/bbts/default.aspx>
Rakamlar 1000 YTL'dir.

1995 yılında türev finansal araçlarla gerçekleştirilen işlemler o yıla ait mevduat dışı kaynakların yaklaşık iki katı kadardır. Ancak 2001 krizinde bankalar 1995 krizinden farklı olarak hem finansal türevlere daha az başvurmuşlar hem de türevlerin kullanımında bir tercih değişmesi yaşanmıştır. Örneğin 1995 yılında future faiz alım satım işlemlerine hiç başvurulmamışken diğer finansal türevlerin miktarında önemli artışlar sağlanmıştır. 2001 krizinde ise diğer bütün türev araçlarda önemli düşüşler olmuşken future faiz alım satım işlemlerinde önemli miktarda artışlar gerçekleşmiştir.

Özellikle vadeli döviz işlemlerinde 2001 krizinde önemli miktarda azalma olmuş ve bu azalma genel toplamın da düşmesine yol açmıştır. 2001 krizinden sonraki yıllarda bu araçların kullanımını yine artmaya başlamış ve 2005 yılındaki artış hızı %69'lara ulaşmıştır.

3-3-3- Bankaların Aktiflerine İlişkin Göstergeler

Bankaların asli amaçları verdikleri kredilerle reel kesime fon aktarmaktır. Bankalar reel kesime kredi aktardıkça planlanan yatırımlar gerçekleştirilebilecek ve ekonomik büyüme sağlanabilecektir. Bu noktada bankaların ellerindeki kaynakların ne kadarını reel kesime aktaracakları bankaların kendi inisiyatiflerine bağlıdır; kredi verdikleri kişi ya da kurumlara yönelik risk değerlendirmeleri, kendi likidite tercihleri, ekonominin genel koşulları vb. hususlar bankaların kredi verirken göz önünde bulundurdıkları hususlardır.

Bankaların kaynaklarını nasıl kullandıkları bankaların aktif hesaplarına bakılarak görülebilir. Bankalar topladıkları mevduat ve mevduat dışı kaynakların tümünü kredi olarak kullanmazlar. Ancak bankalardan beklenen, aktif içerisinde kredilerin payının yüksek olmasıdır. Aşağıda yer alan Tablo 22 ve Tablo 23, Türkiye'deki bankaların aktif yapısını göstermektedir.

Tablo 22'den de görüleceği üzere bankalar topladıkları kaynakların önemli bir kısmını likit aktiflere ayırmaktadır. İlk iki oran bankaların likiditesini temsil etmektedir. Oranlar, 1990–2005 yılları arasında bankaların önemli ölçüde likit durumda kalmak istediklerini göstermektedir. Bankaların verdikleri kredilerin toplam aktiflere oranına bakıldığında 15 yıllık bir süreçte bu oranın 2001 yılına kadar azaldığını, 2002 yılından itibaren arttığını göstermektedir. 1990 yılında verilen kredilerin aktiflere oranı %47 iken, 2001 yılında %21'e düşmüş, 2005 yılında %38 olmuştur. Son yıllarda kredilerde görülen bu artışlar kamunun finansal piyasalar üzerindeki baskınlığının azaldığı anlamına da gelmektedir. Dolayısıyla içsel para arzı artık kamu ağırlıklı olarak değil özel sektör ve kredi ağırlıklı olarak artacaktır. Çünkü kamunun bankacılık kesimindeki

baskısı azaldıkça bankalar piyasadan gelen kredi taleplerine daha fazla cevap verecektir. Kredilerdeki artış ise para arzının artmasına neden olacaktır.

Tablo 22
Bankaların Aktif Yapısına İlişkin Bazı Rasyolar

Yıllar	Likit Aktifler/ Toplam aktifler	Likit Aktifler / Mevduat+Mevduat Dışı Kaynaklar	Toplam Krediler/ Toplam Aktifler
1990	32,8	43,4	47,0
1991	35,6	47,7	43,9
1992	38,4	50,3	41,8
1993	41,4	53,1	41,4
1994	39,3	48,9	39,1
1995	36,9	46,7	42,5
1996	36,4	44,0	43,1
1997	33,5	41,1	45,5
1998	32,4	39,9	38,3
1999	35,9	42,6	30,1
2000	32,1	37,9	32,8
2001	32,0	37,8	21,9
2002	34,3	75,1	26,5
2003	38,8	80,5	28,0
2004	37,4	84,3	33,7
2005	39,9	74,8	38,6

Kaynak: TBB İstatistikî Raporlar <http://www.tbb.org.tr/v12/2005.asp>

Tablo 23
Menkul Değerlerin Toplam Aktif İçerisindeki Oranı(%)

Yıllar	Menkul Değerler/Toplam Aktifler	(Tahvil+Bono)/ Toplam Aktifler
1986	13	9
1987	17	15
1988	16	14
1989	18	15
1990	16	15
1991	19	17
1992	17	16
1993	19	17
1994	16	13
1995	15	13
1996	23	18
1997	20	17
1998	23	19
1999	31	25
2000	26	23
2001	47	46
2002	53	52
2003	54	53
2004	49	48
2005	45	44

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
www.evds.gov.tr

Aktiflerle ilgili önemli bir oran da bankaların tuttıkları menkul kıymetlerin toplam aktif içerisindeki oranıdır. Tablo 23 bu orana ilişkin değerleri içermektedir.

Tablo 23'deki oranlar, bankaların menkul değerler cüzdanlarını her yıl önemli oranda artırdıklarını göstermektedir. Tablo 23'de yer alan ilk oran menkul değerlerin toplam aktifler içerisindeki durumunu göstermektedir. Bu oran 1986 yılında %13 iken Eylül 2006 itibariyle %40 düzeyine çıkmıştır. İkinci sütunda yer alan değerler menkul kıymetler içerisinde yer alan tahvil ve bonoların toplam aktifler içerisindeki durumunu göstermektedir. Tahvil ve bonolar ise büyük oranda devlet iç borçlanma senetlerinden oluşmaktadır. Devlet iç borçlanma senetlerinin bankaların toplam aktifleri içerisinde önemli yer tutmasının nedeni ise devletin borçlanma ihtiyacından dolayı borçlanma senetlerine verdiği yüksek faizdir. Hem menkul değerlerin hem de iç borç kağıtlarının aktiflere oranı 2002 yılında %50'ye ulaşmış ancak 2006 Eylül itibariyle %40 düzeyine gerilemiştir. Bu durum Tablo 3'de yer alan iç borçlanma kağıtlarıyla ilgili veriyle de örtüşmektedir. Tablo 7'den de görüleceği üzere iç borçlanma kağıtlarının toplam finansal stok içerisindeki oranı 2001 yılında yaklaşık %50 iken Eylül 2006 itibariyle %42 düzeyine gerilemiştir. Bu sonuçlar devletin mali piyasalar üzerindeki baskınlığının son üç yılda azalmaya başladığını göstermektedir. Dolayısıyla 1990–2003 arası dönemde mali piyasaların ve bankacılık kesiminin önemli oranda kamu tarafından baskı altına alındığı ancak bu durumun son yıllarda değişmeye başladığı söylenebilir. Bu durum, Tablo 22'de görüldüğü üzere, son yıllarda kredilerin toplam aktifler içindeki artışını da açıklamaktadır.

Bankacılık kesimine ait aktif ve pasif kalemlerin incelenmesinden şu sonuçlar çıkarılabilir:

- Bankacılık kesimi 1990 sonrası süreçte önemli oranda kamu kaynaklı olarak büyümüştür; kamu borçlanma gereğinden kaynaklanan yüksek kamu iç borçlanması bankaların kamuya ait menkul kıymetlere angaje olması sonucunu doğurmuştur. Ancak son yıllarda kamu borçlanma gereğindeki azalmalar bankaların reel ekonomiye daha fazla yönelmelerine ve kaynaklarını reel ekonomiye daha fazla kullanırmaya başlamalarına neden olmuştur ki bu sonuç bankaların artık kamu kaynaklı değil reel ekonomi kaynaklı büyüyecekleri anlamına gelir.

- Bankaların fon kaynakları açısından mevduatlar hala önemli bir noktadadır. Mevduat dışındaki kaynaklardan Merkez Bankası'ndan alınan krediler artık bitme noktasındadır. Bu kaynağa daha çok kriz yıllarında başvurulmuştur. Bankalararası piyasadan gerçekleştirilen borçlanmalara da daha çok yine kriz dönemlerinde başvurulmuştur. Bankalar normal dönemlerde ekonomiye sundukları kredilerde mevduat dışı kaynak olarak daha çok yurt dışı bankalardan aldıkları kredileri kullanmaktadırlar. Bu sonucun içsel para arzı bağlamında anlamı bankaların Merkez Bankası'ndan bağımsız olarak yurt dışı kaynaklardan fon bulabilmesi ve kredi talebini bu şekilde karşılayabilmesinin, bir diğer deyişle içsel para arzı yaratabilmelerinin, artık daha kolay olmasıdır.
- Bankaların türev araçlara başvurma işlemleri giderek artmaktadır. Türev araç kullanımındaki artışlar, bankaların yeni gelişmeleri yakından takip ettiğini ve yeni finansal araçları hızlı bir şekilde kullanmaya başladığını göstermektedir. Türev araç kullanımındaki artış bankaların likiditelerini daha kolay ayarlayabilecekleri anlamına da gelmektedir.

Türkiye ekonomisinde finansal piyasalara yönelik bu değerlendirmelerden çıkan genel sonuç şudur: 1980'lerden özellikle 1990'lardan itibaren finansal kesimin gelişmesi için atılan adımlar finansal sistemin neredeyse tamamını elinde tutan bankacılık kesiminin büyümesine neden olmuştur. Finansal piyasalar aslında gelişmemiştir ya da yeni yeni gelişmektedir denilebilir. Bankaların bu şekilde finansal sistem içerisinde önemli bir yer tutması ve banka dışı finansal kurumların yeni gelişiyor olmasının ardındaki en büyük neden ise kamunun borçlanma gereğidir: kamuya yüksek faizle kredi vermek özel sektöre kredi vermekten daha karlı olduğu için finansal sistemin banka dışı diğer unsurları fazla gelişmemiştir.

Bankaların finansal sistem içerisinde önemli bir yer tutması reel ekonomiye kaynak aktarımının da bankalar üzerinden gerçekleştirilmesine, yani kredi kanalının etkin olmasına neden olmuştur. Türkiye'de firmalar finansman kaynakları açısından

büyük oranda banka kredilerini kullanmıştır. Tablo 5 ve Tablo 6 özel sektörün durumunu net bir şekilde ortaya koymaktadır: hem özel sektör tarafından ihraç edilen menkul kıymetler çok düşüktür hem de banka dışı özel sektör finans kurumları gelişmemiştir. Özel sektörde yer alan firmaların finansman tercihlerinde hisse senetleri ihracı da yer almasına rağmen borsaya kayıtlı şirket sayısının az olması* bu kaynağı kullanan firmaların az olduğuna işaret etmektedir. Ayrıca Tablo 11'den de görüldüğü üzere, halka açık şirketlerin finansal varlık değerleri de toplam finansal varlık stoku içinde çok az yer tutmaktadır. Tüm bunlar firmaların finansman tercihlerinde banka kredilerini önemli miktarda tercih edebileceklerini göstermektedir.

Tablo 24, firmaların finansman tercihleriyle ilgili bu durumu ortaya koymaktadır. Tablo 24 yer alan veriler TCMB'nin süreli yayınları içinde yer alan Sektör Bilançoları'ndan alınmıştır. Toplam firma sayısı 7.000 civarındadır (<http://www2.tcmb.gov.tr/seyktor/2006/index.htm>).

Tablo 24
Kısa ve Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Firmalara
Ait Mali Borçlar İçinde Oranları

Yıllar	Uzun Vadeli Mali Borçlar İçinde Banka Kredileri*	Kısa Vadeli Mali Borçlar İçindeki Banka Kredileri*
1996	62	24
1997	65	26
1998	60	26
1999	59	25
2000	62	24
2001	66	23
2002	68	19
2003	64	19
2004	63	17
2005	58	20
2006	63	22

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları. www.tcmb.gov.tr

* : % Oranları

* 1986 yılında faaliyete başlayan İMKB'de 1986'da şirket sayısı 86 iken 2006 yılındaki şirket sayısı 316'dır.

Tablo 24’de firmaların finansman tercihleri içinde banka kredilerinin ağırlığı gösterilmektedir. Bankalardan alınan kredilerde, firmaların genellikle uzun vadeli kredileri tercih ettikleri görülmektedir. Uzun vadeli kredilerin uzun vadeli mali borçlar içindeki oranları ortalama %60’lar civarındadır. Firmalar her ne kadar bankalardan aldıkları kredilerde uzun vadeyi tercih etmişlerse de kısa vadeli banka kredilerinin kısa vadeli mali borçlar içindeki oranı %25’ler gibi bir orana tekabül etmektedir.

Sonuç olarak şu söylenebilir: firmalar, finansman sürecinde banka kredilerini tercih etmektedirler. Özellikle uzun vadeli banka kredileri daha çok tercih edilmektedir. Bankalar firmalara kredi verdikçe para arzı da artacaktır. Firmaların finansman kaynakları olarak hisse senedi ihracı dışında bono v.b. finansman kaynaklarını ihraç etmemeleri, ayrıca Türkiye’de girişimci sermayesi gibi alternatif yatırım (finansman) olanaklarının çok yeni olması ve bir bütün olarak ekonomideki yatırımları etkileyebilecek büyüklükte olmaması firmaların finansmanı sürecinde bankaları daha önemli bir hale getirmektedir.

Bu sonuç banka kredileri ile içsel para arzı arasındaki ilişkinin güçlü olabileceği yönünde beklentileri güçlendirmektedir: bankaların firmalara açtıkları krediler arttıkça para arzı da artacaktır. Çünkü kredi artışı mevduat artışına neden olacak mevduat artışı da para arzını artıracaktır. Post Keynesyen İktisatçıların kredi-mevduat ilişkisini açıklama tarzları önemlidir. Üçüncü bölümde de değinildiği üzere kredi mevduat ilişkisi kredilerden mevduatlara doğrudur: bankalar önce kredi verirler daha sonra rezerv temin ederler. Krediler piyasaya çıkınca mevduatlar oluşur. Mevduatların toplamı ise para arzını oluşturduğu için kredilerdeki artış para arzında artışa neden olur. Bundan sonraki bölüm, Türkiye’de kredilerin para arzını etkileyip etkilemediği test edilecektir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

EKONOMETRİK UYGULAMA VE SONUÇLARI

1- İÇSEL PARA ARZI EŞİTLİKLERİ

Birçok ülke ekonomisinde para arzı giderek içselleşmektedir. İletişim teknolojisindeki hızlı gelişmeler, piyasaların liberalleştirilmesine yönelik yapılan çeşitli yapısal ve kurumsal düzenlemeler para arzının giderek içselleşmesine yol açan iki ana unsurdur. Dolayısıyla birçok iktisatçı, ekonomilerdeki para arzının içselleşmesi olgusunu çeşitli açılardan ele almakta ve ekonometrik çalışmalar yapmaktadır. Yapılan çalışmaların çoğundan elde edilen sonuçlar, para arzının özellikle 1990 sonrası dönemde giderek içselleştiği yönündeki kanıyı desteklemektedir. Örneğin, Çin ekonomisi için Mookerjee ve Peebles'in (1998, s.139-158), Malezya ekonomisi için Shanmugam-Nair-Li üçlüsünün (2003, s.599-611), Güney Afrika ekonomisi için Nell'in (2000, s.311-327) yaptıkları çalışmalar son yıllarda yapılan çalışmalardandır. Benzer şekilde, G-7 ülkeleri için (Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, İngiltere ve ABD) para arzının içselliği, Howells ve Hussein (1998, s.329-340) tarafından yapılan çalışmada test edilmiştir. Yapılan bu çalışmalardan elde edilen sonuçlar para arzının içselliğini desteklemektedir.

Türkiye ekonomisinde para arzının içsel olarak artıp artmadığına yönelik iki önemli çalışma; 1990 yılında Hurşit Güneş, 2001 yılında da Mehmet Günal tarafından yapılan çalışmalardır. Güneş'in (1990, s.29-41) çalışması 1970-1989 dönemini kapsamaktadır. Güneş'in elde ettiği temel sonuç şudur: Merkez Bankası kaynaklarının tarımsal kesime doğrudan kredi olarak kullanılması para arzını artıran temel nedendir. Bizim çalışmamız açısından Güneş'in çalışmasının önemi, iç kredi genişlemesinin ele alınan dönemde para arzı artışı üzerinde oldukça etkili olduğu sonucunu vermiş olmasıdır. Günal (2003) tarafından yapılan çalışma, içsel para arzı literatürü üzerine odaklanmış ve finansal piyasalardaki gelişmelerin para arzı üzerindeki etkilerini de analizlerine dâhil etmiştir. Günal'ın çalışması Ocak 1987 - Aralık 1997 dönemindeki verilere dayandırılmıştır. Elde ettiği genel sonuç Türkiye'de para arzının içsel olduğudur.

Tarafımızdan yapılan bu çalışmada kredilerle parasal taban ve para arzı arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin olup olmadığı incelenmiştir. Nedenselliğin çift yönlü olması, teorik bölümlerde de anlatıldığı üzere, para arzının belirlenmesi sürecinde hem Merkez Bankasının hem de bankaların etkin olduğu anlamına gelir. Yapısalcı Post Keynesyenlerin savundukları görüş de budur.

Ekonometrik modele geçmeden önce banka kredileriyle parasal taban arasında ilişki kurulmasını sağlayan eşitlikler verilecektir. Eşitlikler Palley'in (1994 ve 1996) çalışmalarından özetlenerek alınmıştır.

Eşitliklere öncelikle ticari bir bankanın basit bilançosu ile başlanabilir. Bankaya ait bilançonun aktif tarafında krediler (L), zorunlu karşılık oranları (R) ve gönüllü rezervler (E) bulunmaktadır. Pasif tarafında ise vadesiz mevduatlar (D) ve vadeli mevduatlar (T) yer almaktadır. Aktif pasif eşitliğini kullanarak aşağıdaki eşitliği yazılabilir:

$$L + R + E = D + T \quad (1)$$

Eşitlikteki krediler dışındaki değerleri vadesiz mevduat cinsinden yazmak mümkündür.

$$R = k_1 D + k_2 T \quad (2)$$

$$R = k_1 D + k_2 t D \quad (3)$$

$$L + k_1 D + k_2 t D + e D = D + t D \quad (4)$$

$$L = D + t D - k_1 D - k_2 t D - e D \quad (5)$$

$$L = D \times (1 + t - k_1 - k_2 t - e) \quad (6)$$

$$D = L / (1 + t - k_1 - k_2 t - e) \quad (7)$$

$t = T / D$ vadeli mevduat vadesiz mevduat oranı

$e = E / D$ bankaların gönüllü rezervlerinin vadesiz mevduata oranı

$k_1 =$ Vadesiz mevduata uygulanan zorunlu karşılık oranı

$k_2 =$ Vadeli mevduata uygulanan zorunlu karşılık oranı

Bulunacak diğer eşitlikler Merkez Bankasının bilânçosuyla ilgilidir. Merkez Bankasının bilânçosunda pasif taraf parasal tabanın kullanımını ya da parasal taban talebini göstermektedir. Parasal taban talebi

$$\mathbf{Hd = C + R + E} \quad (8)$$

toplamından oluşur. C nakit toplamını, R bankaların Merkez Bankasında tuttıkları zorunlu rezervleri ve E de gönüllü rezervleri temsil etmektedir. Parasal taban tekrar düzenlenirse

$$\mathbf{Hd = c D + k_1 D + k_2 t D + e D} \quad (9)$$

$$\mathbf{Hd = D (c + k_1 + k_2 t + e)} \quad (10)$$

eşitliği elde edilir.

10. eşitlikte D yerine 7. eşitlikteki değeri yazıldığında

$$\mathbf{Hd = [L / (1 + t - k_1 - k_2 t - e)] \times [(c + k_1 + k_2 t + e)]} \quad (11)$$

eşitliğine ulaşılır. Bu eşitlik kredilerle parasal taban arasında ilişki kurulabileceğini ifade etmektedir. Ekonometrik uygulama kısmında parasal tabanla krediler arasında kurulan ilişki bu eşitliklere dayanılarak kurulmuştur.

Parasal tabanla krediler arasında kurulan ilişki benzer şekilde kredilerle para çarpanı arasında da kurulabilir. Öncelikle para arzının elde edilmesi gerekmektedir:

$$\mathbf{M2 = C + D + T} \quad (12)$$

$$\mathbf{M2 = cD + D + t D} \quad (13)$$

$$\mathbf{M2 = D (c + 1 + t)} \quad (14)$$

7. eşitlikteki D değeri 14. eşitlikte yerine yazılırsa

$$\mathbf{M2 = L \times [(c + 1 + t) / (1 + t - k_1 - k_2 - e)]} \quad (15)$$

eşitliği elde edilmiş olur. Burada para arzı ile krediler arasında pozitif yönde bir ilişki de kurulmuş olmaktadır. Dolayısıyla banka kredileri arttığında para arzı da artacaktır*.

$$M = m H \rightarrow m = M / H \quad (16)$$

15. eşitlikte yer alan para arzı değeri 11. eşitlikte yer alan parasal taban değerine bölüldüğünde para çarpanı (m_2) elde edilmiş olacaktır:

$$m_2 = (1 + c + t) / (c + k_1 + k_2t + e) \quad (17)$$

Para çarpanı ile krediler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin kurulmasının nedeni şudur: Merkez Bankası, vadesiz mevduatlara uyguladığı zorunlu karşılık oranlarını artırdığında para çarpanının değerini düşürecek dolayısıyla da para arzı miktarını kısıcaktır. Bu ilişki tek yönlü bir ilişkidir. Yapısalcı Post Keynesyenlere göre ise bankalar kredileri artırdıklarında da para çarpanının değeri değişir. Çünkü kredi artışı aynı zamanda piyasada nakit artışı anlamına gelir ki nakit arttığında nakit mevduat oranı da (c) artacağı için çarpanın değeri artacak dolayısıyla para arzı da artacaktır. Yine çarpan değeri içinde yer alan gönüllü mevduat oranı (e) bankaların kendi kararlarına bağlı olarak değişir. Örneğin Merkez Bankası para arzını artırmak için zorunlu karşılık oranlarını (k_1) düşürdüğünde, eğer bankalar kredi vermek istemiyorlarsa e 'yi artırarak Merkez Bankasının politikasına ters bir karar alabilirler ve para arzı artmayabilir. Dolayısıyla para çarpanında yer alan c ve e 'deki değişikliklerle krediler arasında çift yönlü ilişkiler görülebilir.

Yukarıdaki eşitlikler bankaların verdikleri kredilerle para arzı arasında ilişkinin olduğunu göstermek için verilmiştir. Bankaların kredi kaynakları sadece topladıkları mevduatları değildir. Bankalar aynı zamanda hem Merkez Bankasından hem de yurt dışındaki bankalardan borçlanarak yani yükümlülüklerini artırarak aktifleri içinde yer

* Eşitlikte yer alan banka kredilerinin nasıl kullanıldığı burada verilmemiştir. Krediler, kamu kesimine ve özel kesime kullanılabilir. Eğer bunlarda yazılırsa ekte verilmiş olan Fon Akım Modeli'ne ulaşılır ki Fon Akım Modeli de içsel para arzı yaklaşımlarında başvurulan bir modeldir. Bu model yardımıyla kredilerle para arzı ilişkisi gösterilmiş olmaktadır ki Günel tarafından yapılan çalışma Fon Akım Modelini baz almıştır.

alan kredilerini artırabilirler. Merkez Bankasından aldıkları reeskont kredileri de eklenirse

$$L = (1-k_1) D + T + BR \quad (18)$$

eşitliği elde edilir. Eşitlikte yer alan $[(1-k_1)D]$ değeri vadesiz mevduatlardan zorunlu karşılıklar çıktıktan sonraki kısmı göstermektedir. BR, Merkez Bankası bilançosunda aktif tarafta yer alır ve borçlanılan parasal taban arzı olarak ifade edilir ki reeskont kredileri bu başlık altında izlenir. Merkez Bankasının parasal taban arzının içinde BR ile birlikte borçlanılmayan parasal taban da (NBR) yer almaktadır ve NBR açık piyasa işlemleriyle kontrol edilmeye çalışılır(Mishkin, 2000, s.51-52). BR, Bu eşitliğe göre Merkez Bankası zorunlu karşılıkları artırarak ve bankaların Merkez Bankasından aldıkları reeskont kredilerini kısarak bankaların kredi verebilme kapasitelerini kısmaaya çalışır. Ancak bankalar, mudilerin hesaplarını vadesiz mevduatlardan ziyade vadeli mevduatlara doğru aktarmalarını sağlayabilirse kredilerde artış sağlayabilecektir. Ancak bu işlem, yani bankaların Merkez Bankasının kısıtından kurtularak kredileri genişletmeleri, faiz oranlarının artmasına neden olacaktır. Bu durum Yapısalcı Post Keynesyenlerin kabul ettikleri bir sonuçtur ki para arzı eğrisinin pozitif eğimli olmasının bir nedeni de budur. 19. eşitliğin sağ tarafını genişletmek mümkündür. Şöyle ki eğer ticari bir banka yurt dışından borçlanma imkânlarını genişletmişse, mevduat sertifikası uygulaması yapabiliyorsa kısaca mevduat dışı kaynaklarını genişletebiliyorsa eşitliğin sağ tarafını daha da büyüterek kredi verme kapasitesini daha da genişletebilir.

Kısaca yukarıdaki şu şu eşitlikler kredilerle parasal taban arasında ve kredilerle para çarpanı arasında nedensellik ilişkisinin olduğunu göstermektedir. Ekonometrik uygulama kısmında Türkiye ekonomisinde kredilerle parasal taban arasında ve kredilerle para çarpanı arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin olup olmadığı test edilmiştir.

2- EKONOMETRİK UYGULAMA VE SONUÇLARI

Yukarıda da değinildiği üzere Türkiye ekonomisinde 1980 sonrası dönemde para arzının içselliği parasal taban ile ticari banka kredileri arasındaki ilişki çerçevesinde incelenecektir. Ekonometrik analizde aşağıdaki ikililer arasındaki çift yönlü Granger Nedensellik İlişkisi incelenmektedir:

$$L \Leftrightarrow m, H$$

L: bankaların özel sektöre verdikleri krediler.

m: M2 para çarpanı

H: Parasal taban

\Leftrightarrow işareti kredilerle para çarpanı ve parasal taban arasında çift yönlü ilişkinin olduğunu ifade eder. Kredilerle parasal taban arasındaki ve kredilerle para çarpanı arasındaki nedensellik ilişkisinin ortaya çıkarılması için Granger Nedensellik Testi uygulanacaktır. Çalışmada zaman serisi ekonometrisi kullanılacak ve elde edilen sonuçların teorik beklentileri ne kadar karşıladığına bakılacaktır.

İlişkiler incelenirken her bir ilişki için öncelikle durağanlık tesleri yapılmış, serilerin durağanlıkları saptandıktan sonra nedensellik ve VAR (Vector Auto-Regressive) analizleri yapılmıştır.

Ekonometrik çalışmada kullanılacak veriler, TCMB'nin elektronik veri dağıtım sisteminden (EVDS) indirilmiştir. 1987 birinci çeyrek ve 2005 dördüncü çeyrek verileri kullanılmıştır. Verilerin bu yıllarda alınmasının nedeni, Türkiye'de para politikası araçlarının birçoğunun ancak 1980'lerin ortalarına kadar oluşturulmuş olması ve MB'nin bu araçları kullanmasının 1986 yılından sonrasına denk gelmesidir. 2005 yılının seçilerek 2006 ve 2007 yıllarının dışarıda bırakılmasının nedeni ise MB'nin 2005 yılında para arzı sunumlarını yeni tanım çerçevesinde açıklamaya başlamasından dolayı önceki dönemlerdeki çeşitli parasal büyüklüklerin 2006 ve 2007 yıllarında artık tanımlanmıyor olmasıdır.

2-1- Bankaların Verdikleri Kredilerle Parasal Taban Arasındaki İlişkinin Zaman Serisi Ekonometrisi Analizi

2-1-1- Değişkenler İçin Durağanlık Analizi

Tüm değişkenlerin, zaman serisi ekonometrisi açısından incelenebilmesi için öncelikle serilerin durağan olup olmadıkları incelenmiştir. Durağanlık varsayımını daha iyi sağlaması sebebiyle, serilerin büyüme oranları ile (%değişim) çalışılmıştır. Kredi ve parasal taban serilerine ait durağanlıklar, ADF (Augmented Dickey-Fuller) birim kök testleri ile incelenmiştir. Buna göre, bankaların verdikleri kredilerle parasal taban değişkenlerinin düzey hallerinde durağan oldukları görülmüştür.

Krediler için birim kök test sonuçları Tablo 25’de verilmiştir. Tablo 25’de elde edilen sonuçlara göre BKredi değişkeninin ADF test istatistiği -3,12 olarak bulunmuştur. Bu değer %5 düzeyindeki tablo kritik değerinden daha negatif olduğundan serinin durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

Tablo 25
Krediler İçin Birim Kök Testi

Null Hypothesis: BKREDI has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.121551	0.0293
Test critical values:	1% level		-3.522887	
	5% level		-2.901779	
	10% level		-2.588280	
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(BKREDI)				
Method: Least Squares				
Date: 01/08/08 Time: 15:58				
Sample (adjusted): 1987Q3 2005Q3				
Included observations: 73 after adjustments				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BKREDI(-1)	-0.357910	0.114658	-3.121551	0.0026
D(BKREDI(-1))	-0.255731	0.116568	-2.193839	0.0316
C	0.047398	0.017199	2.755927	0.0075
R-squared	0.286214	Mean dependent var	-0.001053	
Adjusted R-squared	0.265820	S.D. dependent var	0.074222	
S.E. of regression	0.063597	Akaike info criterion	-2.632284	
Sum squared resid	0.283117	Schwarz criterion	-2.538155	
Log likelihood	99.07836	Hannan-Quinn criter.	-2.594772	
F-statistic	14.03427	Durbin-Watson stat	2.016943	
Prob(F-statistic)	0.000007			

Tablo 26
Parasal Taban İçin Birim Kök Testi

Null Hypothesis: BPARA has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-6.583107	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.521579	
	5% level		-2.901217	
	10% level		-2.587981	
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(BPARA)				
Method: Least Squares				
Date: 01/08/08 Time: 16:01				
Sample (adjusted): 1987Q2 2005Q3				
Included observations: 74 after adjustments				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BPARA(-1)	-0.741369	0.112617	-6.583107	0.0000
C	0.094355	0.015512	6.082604	0.0000
R-squared	0.375744	Mean dependent var		0.000354
Adjusted R-squared	0.367074	S.D. dependent var		0.065538
S.E. of regression	0.052140	Akaike info criterion		-3.043124
Sum squared resid	0.195736	Schwarz criterion		-2.980851
Log likelihood	114.5956	Hannan-Quinn criter.		-3.018282
F-statistic	43.33730	Durbin-Watson stat		2.050319
Prob(F-statistic)	0.000000			

Parasal taban serisine ait birim kök testi Tablo 26'deki gibidir. Tablo 26'de elde edilen sonuçlara göre BPara değişkeninin ADF test istatistiği -6,58 olarak bulunmuştur. Bu değer %5, hatta %1 anlam düzeyindeki tablo kritik değerinden daha negatif olduğundan serinin durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

2-1-2- Değişkenler İçin Nedensellik Analizi

Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi için Granger Nedensellik Testleri uygulanmıştır.

Tablo 27
Kredilerle Parasal Taban Arasındaki VAR Granger Nedensellik Testi

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 01/08/08 Time: 15:28			
Sample: 1987Q1 2005Q4			
Included observations: 73			
Dependent variable: BKREDI			
Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
BPARA	8.219748	2	0.0164
All	8.219748	2	0.0164
Dependent variable: BPARA			
Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
BKREDI	7.637209	2	0.0220
All	7.637209	2	0.0220

Tablo 28
Kredilerle Parasal Taban Arasındaki Pairwise Granger Nedensellik Testi

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 01/08/08 Time: 16:03			
Sample: 1987Q1 2005Q4			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
BPARA does not Granger Cause BKREDI	73	4.10987	0.02065
BKREDI does not Granger Cause BPARA		3.81860	0.02681

Tablo 27 ve Tablo 28'den elde edilen sonuçlar birbirini desteklemektedir. Her iki değişkenin 1986-2005 verileriyle yapılan analizine göre BKredi ve BParasal Taban değişkenleri arasında çift yönlü nedensellik tespit edilmiştir. Bu sonucun iktisadî anlamı; teoride de ileri sürüldüğü üzere değişkenlerin yani bankaların özel sektöre verdiği kredilerle parasal tabanın, karşılıklı olarak birbirlerini etkilemekte olduğudur.

2-1-3- Değişkenler İçin VAR Analizi

Değişkenler için VAR (Vector Auto-Regressive) analizi yapılarak değişkenler arasındaki etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçları incelenmiştir.

Tablo 29
Kredilerle Parasal Taban Arasındaki
Etki Tepki Analiz Sonuçları 1 (Şokun Kaynağı Kredi)

KREDİ:	Response of BKredi to Kredi:	Response of BParasalTaban to
Period	BKREDI	BPARA
1	0.060947	0.000000
2	0.019131	0.015150
3	0.019426	0.018231
4	0.014018	0.011909
5	0.013622	0.009480
6	0.010520	0.007856
7	0.008831	0.006660
8	0.007167	0.005442
9	0.005966	0.004480
10	0.004896	0.003686
Cholesky Ordering: BKREDI BPARASAL TABAN		

VAR analizi, değişkenlerin birinde bir şok meydana geldiğinde diğer değişkenlerin bu şoka verdiği tepkiyi tespit etmek için yapılır. VAR analizi ayrıca Granger Nedensellik Testindeki gecikme uzunluğunu tespit etmek için de kullanıldı. Kredilerle parasal taban arasındaki VAR analizine ilişkin değerler Tablo 29 ve Tablo 30'da yer almaktadır.

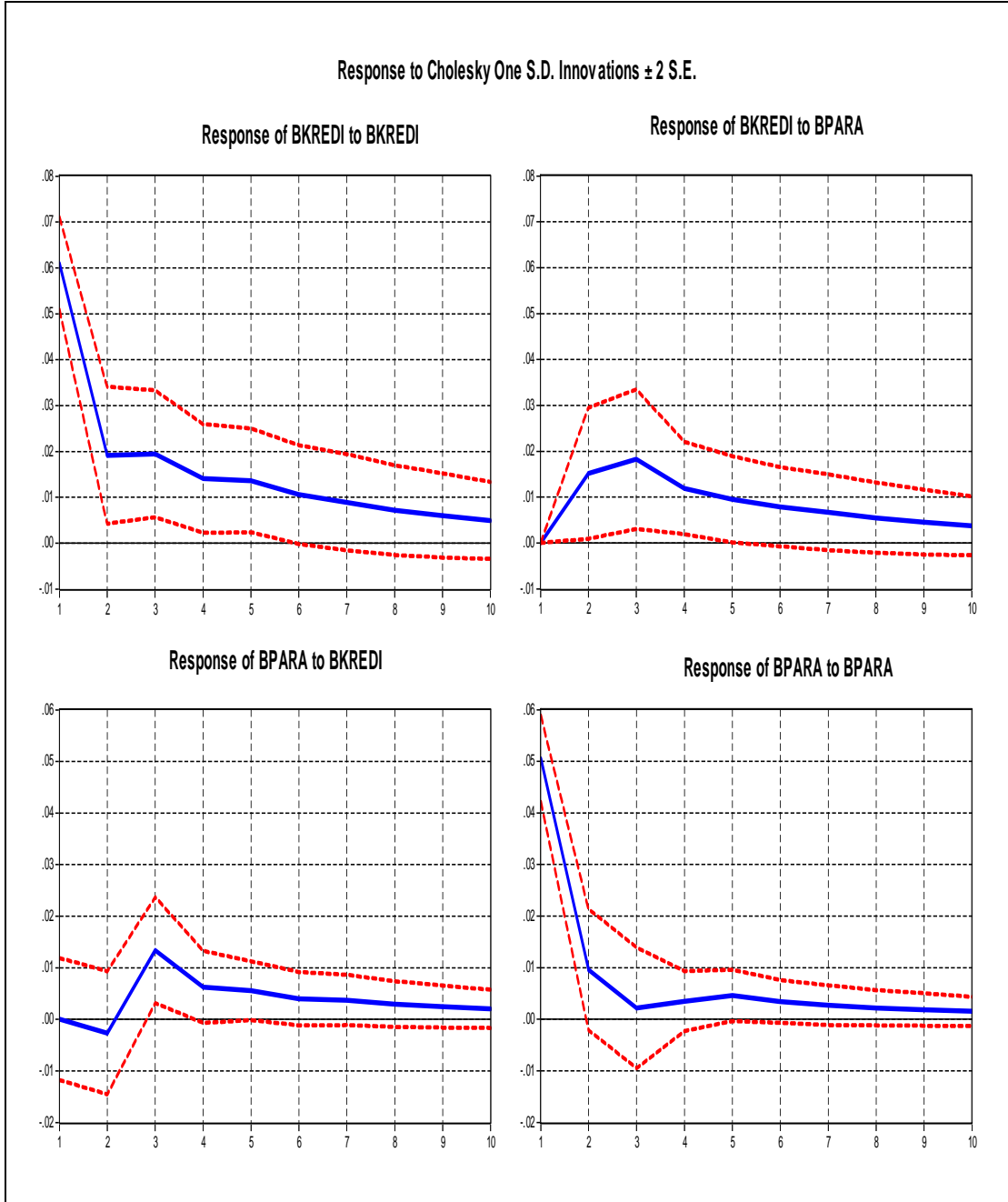
Tablo 29'daki sonuçlar incelendiğinde **BKredi** değişkeninin hata teriminden kaynaklanan bir standart sapmalı şoka karşılık **BParasalTaban** değişkeni ikinci ve üçüncü dönemler için artan bir tepki göstermiş, daha sonraki tepki giderek azalmıştır. **BKredi** değişkeninin hata teriminden kaynaklanan bir birim standart sapma şokuna karşılık **BKredi** değişkeni ilk dönem için artan bir tepki göstermiş daha sonraki

dönemlerde tepki giderek azalmıştır. Bu durum aşağıda yer alan Grafik 5.1 ve 5.2’de görüldüğü gibidir.

Tablo 30
Kredilerle Parasal Taban Arasındaki
Etki Tepki Analiz Sonuçları 2 (Şokun Kaynağı Ptaban)

Taban	Response of BKredi to BParasal Taban	Response of BParasal Taban to BParasal
Period	BKREDI	BPARASAL TABAN
1	2.31E-06	0.050479
2	-0.002664	0.009559
3	0.013384	0.002145
4	0.006255	0.003458
5	0.005529	0.004581
6	0.003962	0.003399
7	0.003691	0.002681
8	0.002933	0.002182
9	0.002448	0.001837
10	0.001992	0.001510
Cholesky Ordering: BKREDI BPARASAL TABAN		

Tablo 30’daki sonuçlar incelendiğinde **BParasalTaban** değişkeninin hata teriminden kaynaklanan bir standart sapmalılık şok meydana geldiğinde BKredinin tepkisi ilk dönem yok denecek kadar azdır. İkinci dönemde şok yönünün tersine hareket etmekte sonraki dönemlerde şok yönünde hareket sergilemektedir. Bu şoka **BParasalTaban**, ilk dönem aynı yönlü yüksek bir tepki verirken ikinci dönemden başlayarak bu tepki giderek azalmakta ve sifıra yaklaşmaktadır.



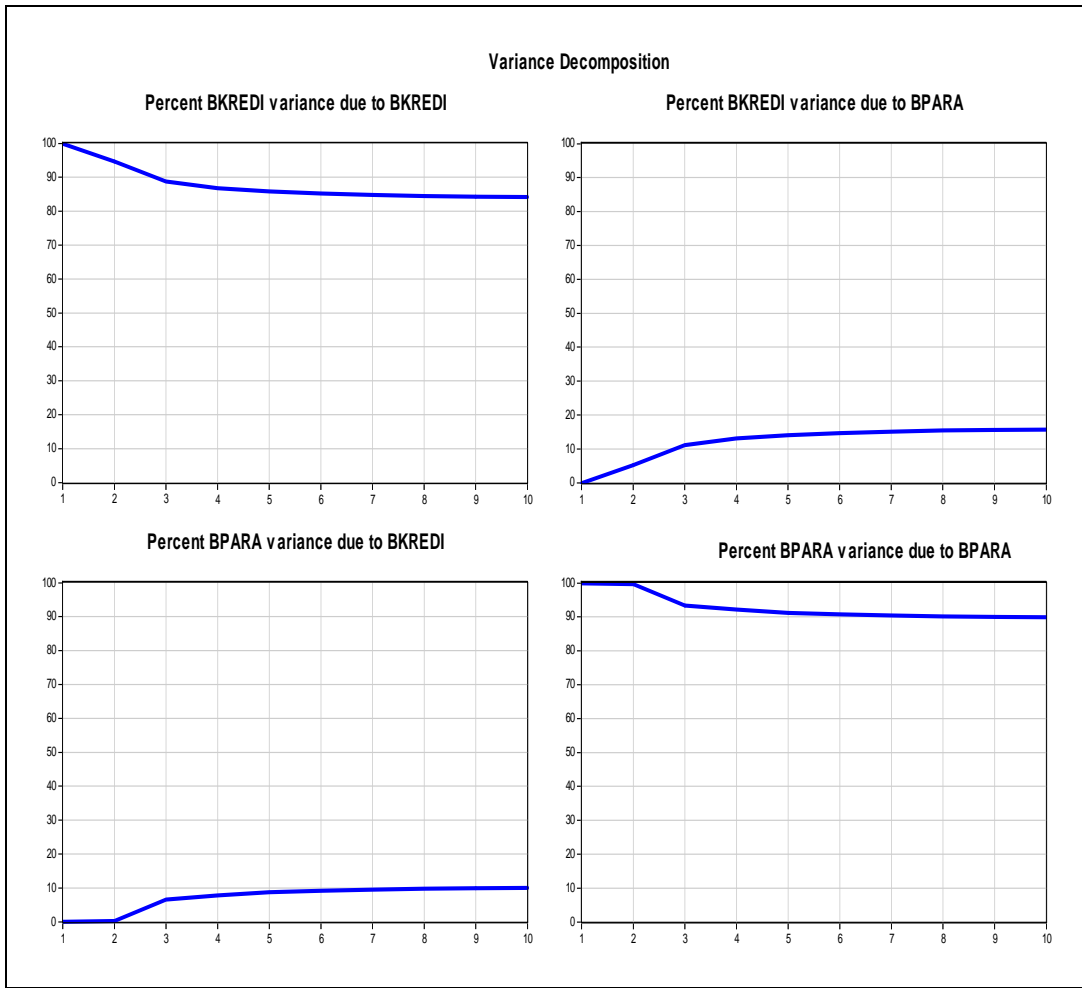
Grafik 1
Kredilerle Parasal Taban Arasındaki Etki Tepki Analiz Sonuclari

Bir değişkendeki değişimin % kaçının kendinden, % kaçının diğer değişkenden kaynaklandığını araştırmak için ise Varyans Ayrıştırması (Variance Decomposition) yapılır. Bununla ilgili değerler Tablo 31’de görüldüğü gibidir.

Tablo 31
Krediler ile Parasal Taban Arasındaki Varyans Ayrıştırması

Variance Decomposition of BKREDI:			
Period	S.E.	BKREDI	BPARASAL TABAN
1	0.060947	100.0000	0.000000
2	0.065651	94.67437	5.325634
3	0.070850	88.80637	11.19363
4	0.073199	86.86613	13.13387
5	0.075057	85.91289	14.08711
6	0.076196	85.26818	14.73182
7	0.076995	84.82393	15.17607
8	0.077519	84.53555	15.46445
9	0.077877	84.34650	15.65350
10	0.078118	84.22020	15.77980
Variance Decomposition of BPARASAL TABAN:			
Period	S.E.	BKREDI	BPARASAL TABAN
1	0.050479	2.10E-07	100.0000
2	0.051445	0.268203	99.73180
3	0.053201	6.579655	93.42034
4	0.053679	7.820655	92.17935
5	0.054157	8.725509	91.27449
6	0.054408	9.175427	90.82457
7	0.054599	9.568271	90.43173
8	0.054721	9.812799	90.18720
9	0.054806	9.981775	90.01822
10	0.054863	10.09291	89.90709
Cholesky Ordering: BKREDI BPARA			

Tablo 31'deki varyans ayrıştırma analiz sonuçlarına bakıldığında ilk dönemde BKredinin varyansındaki değişimin tamamının kendisi tarafından açıklandığı görülmektedir. İkinci dönemde ise BKredinin varyansındaki değişimin %94'ü kendisi tarafından açıklanırken %5.32'si BParasalTaban tarafından açıklanmaktadır. Üçüncü dönemde ise varyantsa meydana gelen değişimin %88'i kendisi tarafından açıklanırken %11.9'u BParasalTaban tarafından açıklanmaktadır. Bu oran, onuncu dönem sonunda değişmemekte BKredi için %84'e BParasalTaban için %15.7'ye ulaşmaktadır. Grafikler aşağıdaki gibidir.



Grafik 2
Kredilerle Parasal Taban Arasındaki Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları

2-2- M2 Para Çarpanı ile Bankaların Verdikleri Krediler Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi

2-2-1- Değişkenler İçin Durağanlık analizi

M2 para çarpanı ile bankaların verdikleri krediler değişkenlerinin durağanlıkları ADF (Augmented Dickey-Fuller) birim kök testleri ile incelendiğinde, seriler düzey hallerinde durağan çıkmıştır.

Tablo 32
M2 Para Çarpanı İçin Birim Kök Testi

Null Hypothesis: BM2H Has a Unit Root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:		1% level	-3.521579	
		5% level	-2.901217	
		10% level	-2.587981	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(BM2H)				
Method: Least Squares				
Date: 01/08/08 Time: 16:51				
Sample (adjusted): 1987Q3 2005Q4				
Included observations: 74 after adjustments				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BM2H(-1)	-1.183622	0.115957	-10.20745	0.0000
C	1.186494	0.808703	1.467157	0.1467
R-squared	0.591355	Mean dependent var		-0.007045
Adjusted R-squared	0.585679	S.D. dependent var		10.69422
S.E. of regression	6.883627	Akaike info criterion		6.722823
Sum squared resid	3411.671	Schwarz criterion		6.785095
Log likelihood	-246.7445	Hannan-Quinn criter.		6.747665
F-statistic	104.1920	Durbin-Watson stat		1.961748
Prob(F-statistic)	0.000000			

Krediler için birim kök test sonuçları Tablo 32’de verilmiştir. Tablo 32’den elde edilen sonuçlara göre BM2H değişkeninin ADF test istatistiği -10,21 olarak

bulunmuştur. Bu değer %1 hata düzeyindeki tablo kritik değerinden daha negatif olduğundan serinin durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

Tablo 33
Krediler İçin Birim Kök Testi

Null Hypothesis: BKREDI Has a Unit Root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=11)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.121551	0.0293
Test critical values:	1% level		-3.522887	
	5% level		-2.901779	
	10% level		-2.588280	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(BKREDI)				
Method: Least Squares				
Date: 01/08/08 Time: 15:58				
Sample (adjusted): 1987Q3 2005Q3				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BKREDI(-1)	-0.357910	0.114658	-3.121551	0.0026
D(BKREDI(-1))	-0.255731	0.116568	-2.193839	0.0316
C	0.047398	0.017199	2.755927	0.0075
R-squared	0.286214	Mean dependent var		-0.001053
Adjusted R-squared	0.265820	S.D. dependent var		0.074222
S.E. of regression	0.063597	Akaike info criterion		-2.632284
Sum squared resid	0.283117	Schwarz criterion		-2.538155
Log likelihood	99.07836	Hannan-Quinn criter.		-2.594772
F-statistic	14.03427	Durbin-Watson stat		2.016943
Prob(F-statistic)	0.000007			

Krediler için birim kök testi için 159. ve 160. sayfalardaki açıklamalara ve Tablo 25'deki değerlere bakılabilir.

2-2-2- Değişkenler İçin Nedensellik Analizi

Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi için Granger Nedensellik Testleri uygulanmıştır. Tablo 34 ve Tablo 35’den elde edilen test sonuçlarına göre değişkenler arasında istatistikî açıdan anlamlı bir ilişkinin olmadığı yani bankaların verdikleri kredilerle M2 para çarpanı arasında istatistikî anlamda anlamlı bir nedensellik ilişkisinin olmadığı saptanmıştır.

Tablo 34
Kredilerle M2 Para Çarpanı Arasındaki VAR Granger Nedensellik Testi

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 01/08/08 Time: 17:18			
Sample: 1987Q1 2005Q4			
Included observations: 71			
Dependent variable: BM2H			
Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
BKREDI	7.678442	4	0.1041
All	7.678442	4	0.1041
Dependent variable: BKREDI			
Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
BM2H	5.053922	4	0.2818
All	5.053922	4	0.2818

Tablo 35
Kredilerle M2 Para Çarpanı Arasındaki Pairwise Granger Nedensellik Testi

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 01/08/08 Time: 17:20			
Sample: 1987Q1 2005Q4			
Lags: 4			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
BKREDI does not Granger Cause BM2H	71	1.91961	0.11834
BM2H does not Granger Cause BKREDI		1.26348	0.29396

M2 para çarpanı ile banka kredileri arasında nedensellik ilişkisinin olmamasının bir nedeni MB'nin uyguladığı para politikası araçlarından zorunlu karşılık oranları politikasının bankaların verdiği kredileri etkilememesi olabilir.

2-2-3- Değişkenler İçin VAR Analizi

Kredilerle para çarpanı değişkenleri için VAR (Vector Auto-Regressive) modeli analizi yapılarak değişkenler arasındaki etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçları incelenmiştir. Sonuçlar incelendiğinde, **BM2H** değişkenin hata teriminden kaynaklanan bir birim şoka karşılık **BKredi** değişkeni dalgalı bir tepki vermiştir. **BKredi** değişkeni de **BM2H** değişkenine aynı tepkiyi vermiştir. Sonuçlar, Tablo 36 ve 37'deki gibidir.

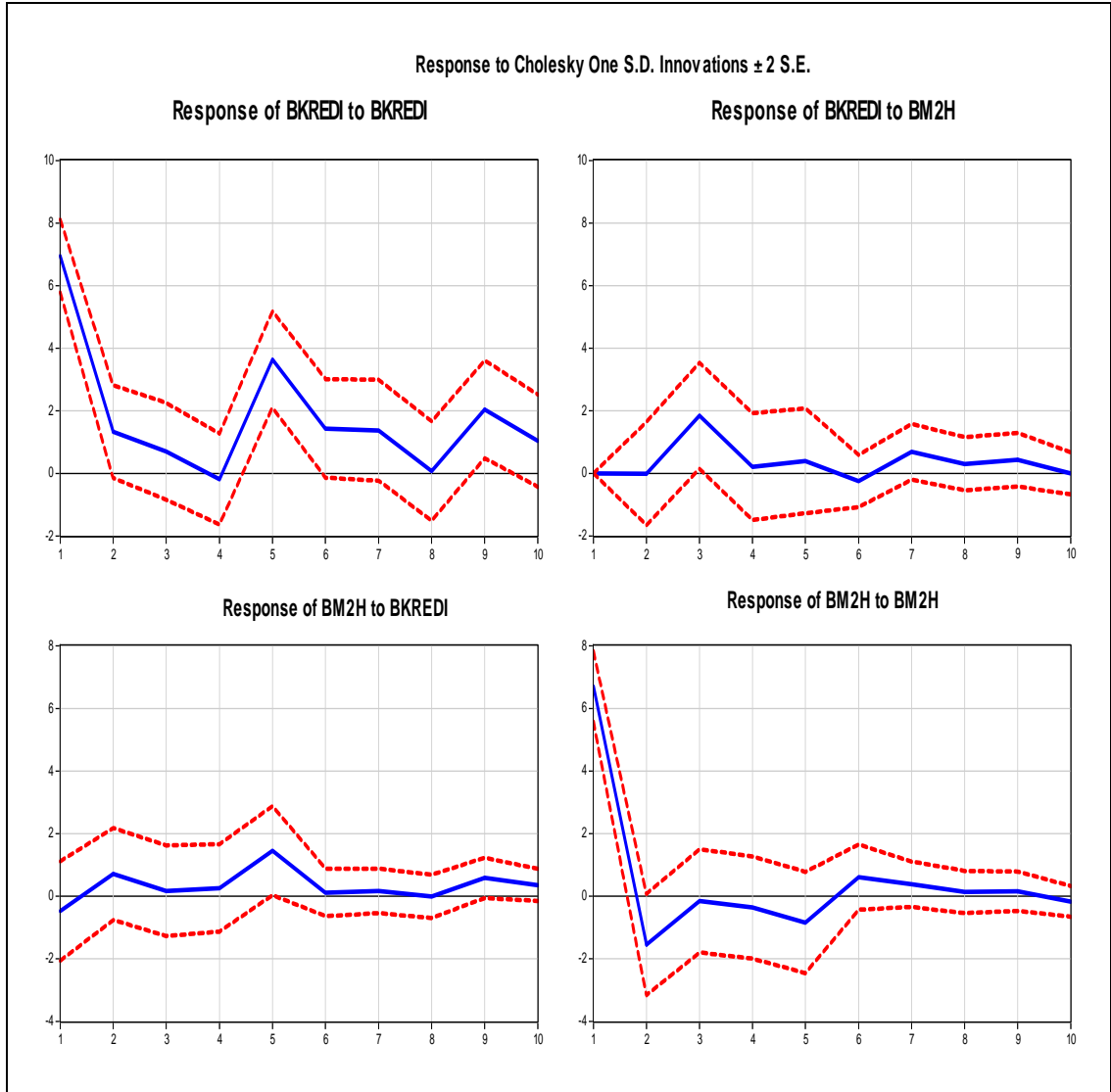
Tablo 36
Kredilerle Para Çarpanına İlişkin Etki Tepki Analiz Sonuçları
(Şokun Kaynağı KREDİ)

BKredi	Response of BKredi to BKredi	Response of BM2H to
Period	BKREDI	BM2H
1	6.939460	0.000000
2	1.328634	-0.017238
3	0.692362	1.836407
4	-0.188164	0.203608
5	3.631730	0.390912
6	1.427883	-0.254271
7	1.370536	0.681028
8	0.067046	0.295230
9	2.040392	0.430149
10	1.038351	-0.010185
Cholesky Ordering: BKREDI BM2H		

Tablo 37
Kredilerle Para arpanına İlişkin Etki Tepki Analiz Sonuçları
(şokun Kaynağı arpan)

M2H		Response of BKredi to M2H	Response of BM2H to
Period		BKREDI	BM2H
1		-0.480013	6.693836
2		0.702691	-1.555500
3		0.163355	-0.158159
4		0.255181	-0.370581
5		1.449188	-0.849455
6		0.110154	0.603441
7		0.162396	0.373828
8		-0.017990	0.124189
9		0.578177	0.146674
10		0.349415	-0.176826

Cholesky Ordering: BKREDI BM2H



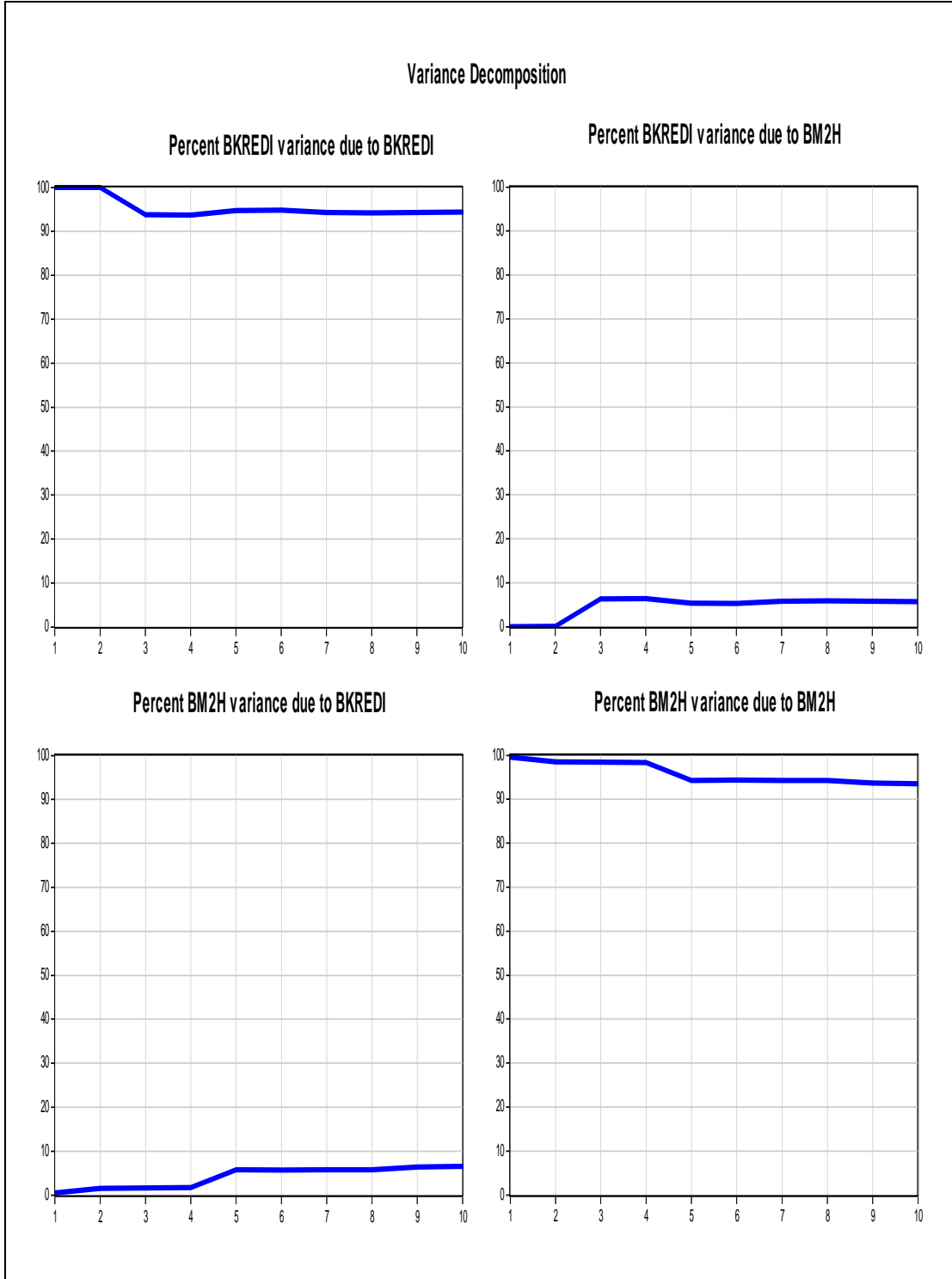
Grafik 3
Kredilerle Para Çarpanı Arasındaki Etki Tepki Analiz Sonuçları

Tablo 38'den kredilerle para çarpanı değişkenleri arasında varyansın kaynağındaki değişimi incelediğimizde, **BKredi** değişkenine ait varyansdaki ilk dönemdeki değişim tamamen kendinden kaynaklanmaktadır. İkinci dönemdeki varyans değişiminin %99.99'lük kısmı yine kendinden geri kalan kısmı para çarpanından kaynaklanmaktadır. Para çarpanı ancak üçüncü dönemde kredinin varyansındaki değişikliğin %6.27'sini açıklayabilmektedir. Onuncu dönemde kredinin varyansındaki değişimin %5.6 oranı para çarpanından, geri kalan kısmı kendisinden kaynaklanmaktadır. **BM2H** değişkeninin varyansındaki değişikliğin nedeni ilk

dönemde %99.48 oranında kendinden %0.5 kısmı ise kredilerden kaynaklanmaktadır. Onuncu dönemde çarpanın varyansındaki değişikliğin %93'lük kısmı yine kendinden, %6.5 oranında ise krediden kaynaklanmaktadır. Varyans ayrıştırmasına ilişkin grafikler 5.14(kredi varyansındaki kendinden ve para çarpanından kaynaklanan değişiklikler) ve 5.15'de(para çarpanının varyansındaki kendinden ve krediden kaynaklanan) gösterilmektedir.

Tablo 38
Kredilerle Para Çarpanına Ait Varyans Ayrıştırma Sonuçları

Variance Decomposition of BKREDI:			
Period	S.E.	BKREDI	BM2H
1	6.939460	100.0000	0.000000
2	7.065527	99.99940	0.000595
3	7.333036	93.72796	6.272036
4	7.338275	93.65993	6.340068
5	8.197107	94.69144	5.308560
6	8.324426	94.75928	5.240717
7	8.463937	94.28321	5.716793
8	8.469350	94.16900	5.831001
9	8.722277	94.25906	5.740940
10	8.783871	94.33916	5.660844
Variance Decomposition of BM2H:			
Period	S.E.	BKREDI	BM2H
1	6.711024	0.511597	99.48840
2	6.924681	1.510259	98.48974
3	6.928413	1.564222	98.43578
4	6.943007	1.692736	98.30726
5	7.143323	5.714878	94.28512
6	7.169613	5.696650	94.30335
7	7.181188	5.729439	94.27056
8	7.182284	5.728317	94.27168
9	7.207011	6.332671	93.66733
10	7.217643	6.548394	93.45161
Cholesky Ordering: BKREDI BM2H			



Grafik 4
Kredilerle Para Çarpanı Arasındaki Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları

SONUÇ

2007 yılının yaz aylarında Amerika'da konut kredilerinin geri ödenmemesinden dolayı başlayan krizin etkileri 2008 yılının ilk aylarında da devam etmektedir. Krizin atlatılabilmesi için Amerikan Merkez Bankası FED elinden gelen her şeyi yapmasına rağmen yine de piyasaları istediği yönde ve hızda hareket ettirememektedir. Kısaca FED'in elindeki para politikası araçları krizi ortadan kaldırmaya yetmemektedir. Bunun en önemli nedeni FED'in elindeki politika araçlarıyla piyasada işlem gören finansal varlıklar arasındaki uyumsuzluktur; piyasalarda harcama akımları sadece dolar üzerinden ya da bankalar aracılığıyla değil aynı zamanda, üçüncü bölümde değinildiği üzere, birçok banka dışı aracı kuruluş tarafından da finanse edilmektedir. Banka dışı aracı kuruluşlar tarafından piyasaya ihraç edilen menkul kıymetlerin ise FED'in ya da bir başka Merkez Bankası'nın elindeki geleneksel politika araçlarıyla kontrol edilmesi oldukça zor neredeyse imkânsızdır. Finansal piyasalarda özellikle 1980 sonrası dönemde yaşanan hızlı gelişmeler para ve sermaye piyasalarındaki derinliği artırmış ve Merkez Bankalarının etkinliği bu süreçte azalmıştır. Gerçi benzer durumlar 1960'larda İngiltere'deki Radcliffe Raporu hazırlandığında da yaşanmaktaydı ve raporu hazırlayanlar piyasada harcama akımlarını finanse eden fiat para dışında da varlıkların olduğunu ifade etmişlerdi. Ancak günümüzde yaşananlar 1960'lara nazaran çok daha büyük ve etkileri çok daha geneldir.

1980'lerden sonra uygulamaya konulan liberal politikalar neticesinde finansal piyasalarda meydana gelen yapısal değişikliklerin sonucunda küresel borçlanma araçlarında önemli artışlar olmuştur. Üçüncü Bölümdeki Tablo 3'den de görüleceği üzere 1980 yılında dünyada finansal varlık stoku 12 trilyon dolar ve küresel GSYİH değeri 13 trilyon dolardır. 13 yıl sonra küresel GSYİH değeri 24 trilyon dolara, finansal varlık stoku ise 53 trilyon dolara yükselmiştir. İki değer arasındaki uçurum 2006 yılında çok daha büyüktür; küresel GSYİH değeri 48 trilyon dolar iken finansal varlık stoku 167 trilyon dolar civarındadır. Yine Tablo 3'den görüldüğü üzere 1980 yılında özel borç kağıtlarının toplam finansal varlık stokları içindeki oranı %14 iken 2006 yılında %43 olmuştur ve bu oranın giderek artması beklenmektedir. Özel borçlanma kağıtlarının toplam finansal stoklar içindeki oranı artmış olmasına rağmen banka mevduatlarının oranı ortalama %40'larda kalmıştır. Bu durumun en açık ifadesi ticareti yapılabilir menkul kıymetlerin oldukça artmış olmasıdır. Finansal piyasalardaki bir diğer gelişme ise finansal araçların sayısındaki artıştır. Yatırım fonları, emeklilik fonları, hedge fonlar ve özel girişim şirketleri gibi finansal kuruluşların hem sayısı

hem de piyasalardaki etkinlikleri her geçen gün artmaktadır. Bu gelişmelerin doğal sonucu, harcama akımlarını mümkün kılan çok sayıda varlığın piyasada bulunması ve bu durumun para arzının içselleşmesini artırmasıdır. Sadece MB'nin çıkardığı banknotlar ya da bankaların yarattıkları kaydi paralar değil diğer finansal araçlar tarafından ihraç edilen menkul kıymetler aracılığıyla yatırımların finansman olanakları genişlemektedir.

Küresel finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin para arzının içselliğini artırdığı ve Merkez Bankalarının tanımladıkları parasal stokları kontrol etme güçlerinin azaldığı yadsınamaz bir olgudur. Bundan dolayı birçok ülke ekonomisinde parasal hedeflemeden vazgeçilerek yeni bir para politikası stratejisi olarak Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı'na geçilmiştir.

1980'lerden itibaren tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de liberal politikalar uygulanmaya başlamıştır. Bu politikalar çerçevesinde finansal piyasalarda birçok değişiklik hedeflenmiş ve bu değişimlerle daha hızlı büyüme hedeflenmiştir. Bu çalışmada, finansal piyasalardaki yapısal değişimlerin para arzının içselliğini nasıl etkilediği incelenmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda, finansal piyasalarda banka dışı hangi kurumların yer aldığı ve hangi tür finansal araçların piyasaya arz edildiği öncelikle incelenen konudur. Çünkü finansal kurumların sayısında ve bu kurumların ihraç ettikleri finansal araçların sayısında artış olursa bu artışların para arzının içselliğini artırdığı ileri sürülebilecektir. Ancak yapılan araştırmalar neticesinde Türkiye ekonomisinde 1980 sonrası dönemde kurumsal açıdan beklenen gelişmelerin yaşanmadığı görülmüştür. Banka dışı finansal kurumların isim olarak yer almalarına rağmen finansal piyasalarda çok az yer aldıkları görülmektedir. Türkiye ekonomisinde finansal piyasalardaki gelişmenin temel niteliği bankaların finansal sistemin neredeyse tümüne hâkim olmasıdır.

Finansal sistemde bankaların yaklaşık %90'lık kısma hâkim olmaları ve diğer finansal araçların ise oldukça düşük paylara sahip olmaları Türkiye'de içsel para arzını sunacak olan piyasa aktörünün büyük oranda bankalar olacağına işaret etmektedir. Dolayısıyla bankaların, para arzını içsel olarak yaratmaları bağlamında hangi tür kaynakları kullandıkları, mevduatlar dışında ne tür kaynaklara başvurdıkları, aktiflerinin içinde kredilerin yerinin ne olduğunu gibi konuların incelenmesi gerektiği için, çalışmada Merkez Bankası dışındaki bankaların aktif ve pasif yapıları araştırılmıştır. Bu araştırma neticesinde bankaların aktif ve pasif yapılarının kamu kesiminin borçlanma gereğinden etkilendiği görülmüştür. Bankaların aktiflerinde kamu menkul kıymetlerinin %50'lere varan oranlara

kadar yükseldiği bile görülmektedir (Tablo 23). Dolayısıyla bankaların özel sektöre kredi olarak kullanılabilecekleri fonları, kamu menkul kıymeti alımında kullandığı söylenebilir. Bu ise para arzının içsel olarak artmasını engelleyici bir nitelik arz etmektedir. Aslında bu sonuç, bankaların her türlü özel sektör kredi taleplerini karşılamama anlamında bir tercihlerinin olduğuna işaret eder ki Yapısalci Post Keynesyenlerin bankalarla para arzı ilişkisi hakkında ileri sürdükleri gibi görüşlerini desteklemektedir; **bankalar pasif aracı kurumlar değildirler ve gelen her türlü kredi talebini kabul etmezler. Kendi portföy tercihlerine ve kârlılık hedeflerine bağlı olarak ellerindeki fonları reel kesime ya da finansal kesime aktarabilirler.**

Tezin amaçları açısından bankaların, 1980 sonrası süreçte pasif kaynakları incelenerek mevduatlarla mevduat dışındaki kaynakların nasıl bir gelişme gösterdikleri ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Çünkü mevduat dışı kaynakların gelişmesi, bankacılık kesimindeki yapısal gelişmenin en açık delillerinden birisidir. Mevduat dışı kaynakların artması, bankaların MB'nin kısıtlamalarından ne ölçüde bağımsız olarak kredi verebileceklerini göstermektedir. Mevduat dışı kaynaklar incelenirken kendi içinde üç kısma ayrılarak incelenmiştir. Öncelikle mevduat dışı kaynaklar olarak bankaların yurt içindeki ve yurt dışındaki bankalardan aldığı krediler seçilmiştir. Daha sonra bankaların ihraç ettikleri menkul kıymetlerin ve repo işlemlerinden elde ettikleri fonların artış hızlarına ve toplam pasif içindeki oranlarına bakılmıştır. Mevduat dışı kaynak olarak, Türkiye'de bankacılık kesiminin en çok yurt içindeki ve yurt dışındaki bankalardan aldıkları kredileri kullandıkları görülmektedir. Menkul kıymet ihraçları ve repodan elde edilen fonların, mevduat dışı kaynak olarak kullanımları ise oldukça düşük düzeydedir. Ulaşılan genel sonuca göre de bankaların mevduat dışı kaynak olarak daha çok yurt dışı kredi kaynaklarının kullanımını tercih ettikleri görülmüştür.

Son aşamada finansal piyasalarda banka dışı finansal araçların gelişmemiş olması içsel para arzının bankalarca yaratılacağını ortaya çıkardığı için bankaların verdikleri kredilerin yurt içinde para arzını artırabileceği sonucuna ulaşılmıştır. Yani bankaların verdikleri krediler parasal tabanı, parasal taban ise para arzını artıracaktır. Tezin ekonometrik uygulama kısmında, ekonometrik testlerin banka kredileri ile parasal taban arasındaki ilişkiye yönelik olarak uygulanmasının nedeni de budur. Ulaşılan sonuca göre parasal taban ile krediler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi elde edilmiştir. Yani Türkiye ekonomisinde bankaların verdikleri kredilerle parasal taban arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi söz konusudur.

Tezde ulaşılan genel sonuç ise şudur: Türkiye’de finansal piyasalar, yaklaşık 25 yıllık süreç içerisinde beklenildiği kadar gelişmemiştir. Özellikle banka dışı finansal aracılardan gelişmesi ise neredeyse yok denecek düzeydedir ve bankalar finansal sistemin yaklaşık %90’lık oranına hâkim durumdadır. Krediler önemli bir finansman kaynağıdır ve firmaların uzun vadeli borçları içinde banka kredilerinin oranı %60’lar civarındadır (Tablo 24). Finansman kaynağı olarak özel sektör tarafından ihraç edilen borçlanma kağıtlarının toplam finansal stoklar içindeki oranları (Tablo 11) banka kredilerine yönelik talebin neden yüksek olduğunu da açıkça ortaya koymaktadır. Firmaların, finansal gelişme sürecinde yeni finansal araçlar geliştirmedikleri görülmektedir. Dolayısıyla bankaların özel sektöre açtığı krediler parasal tabanı ve para arzını etkileyecektir ve Türkiye’de para arzı bu anlamda içseldir.

EKLER

EK 1: FON AKIM MODELİ

İçsel para arzı ile bankaların verdikleri krediler arasında ilişkinin kurulmasını sağlayan eşitlikler hakkında son bölümde bilgiler verildi. Burada da yine bankalar tarafından verilen kredilerin para arzı eşitliği içinde gösterilmesini mümkün kılan Fon Akım Modeli hakkında bilgi verilecektir.

Fon Akım Modeli, son bölümde verilen eşitliklerde yer alan banka kredilerinin kullanımını göstererek para arzı ile krediler arasında ilişkinin kurulmasını sağlamaktadır. Model bir ticari bankanın aktifleri ve pasifleri arasındaki ilişkiden türetilmektedir (Yıldırım ve Karaman, 1999, s.676-77). Buna göre bir bankanın yükümlülükleri toplamış olduğu mevduatlarla (D) Merkez Bankası'ndan almış olduğu kredilerin (CLB) toplamından oluşur ve (D + CLB) olarak gösterilir. Banka toplamış olduğu mevduatları ve Merkez Bankası'ndan almış olduğu kredileri; nakit olarak kasasında (Cb), zorunlu ve gönüllü rezervlerin toplamı şeklinde mevduat olarak (BB) Merkez Bankası'nda tutar. Ayrıca kamu kesimine kredi (BLG) ya da özel sektöre kredi (BLP) olarak kullanabilir. Sonuç olarak aktifleri (Cb+BB+BLG+BLP) toplamına eşit olur. Dolayısıyla aktif pasif eşitliği

$$D + CLB = Cb + BB + BLG + BLP \text{ olarak ya da} \quad (1)$$

$$D = Cb + BB + BLG + BLP - CLB \text{ olarak yazılabilir.} \quad (2)$$

Para arzı ise halkın elindeki nakit ve banka mevduatlarının toplamına eşittir. Yani

$$Ms = Cp + D \text{ dir.} \quad (3)$$

2 nolu denklemi 3 nolu eşitlikte yerine yazılırsa

$$Ms = Cp + (Cb + BB + BLG + BLP - CLB) \quad (4)$$

eşitliği elde edilir.

(Cp + Cb)'ye C (emisyon) denilirse

$$Ms = C + BB + BLG + BLP - CLB \quad \text{olur.} \quad (5)$$

Fon Akım Modeli, kamu kesimini, bütçe kısıtı denklemi aracılığıyla para arzı denklemi içine almaktadır. Buna göre bütçe açığı (BD), Merkez Bankası'ndan alınan krediler

(CLG), bankalardan alınan krediler (BLG) ve banka dışı özel sektörden alınan kredilerle (NBLG) karşılanmaktadır ve

$$BD = CLG + BLG + NBLG \quad (6)$$

şeklinde yazılabilir.

6 nolu eşitlikteki BLG'yi tek bıraktığımızda bütçe kısıtını 5 nolu para arzı eşitliğinde gösterebiliriz. Buna göre

$$BLG = BD - CLG - NBLG \text{ olur} \quad (7)$$

BLG'yi 5 nolu eşitlikte yerine yazdığımızda para arzı, Ms:

$$Ms = C + BB + BD - (CLG + CLB) - NBLG + BLP \text{ olur.} \quad (8)$$

8 nolu eşitlikteki (CLG+CLB) değeri, MB'nin iç kredilerini göstermektedir. MB'nin iç kredileri, Merkez Bankası bilançosu kullanılarak elde edilebilir.

$$F + CLG + CLB = C + BB \quad (9)$$

9 nolu eşitlik MB'nin aktif-pasif eşitliğini göstermektedir. Buna göre eşitliğin sol tarafı aktif toplamını (parasal taban arzını), sağ tarafı ise pasif toplamını (parasal taban talebini) temsil etmektedir. Eşitlikte yer alan F, altın ve dövizden oluşan dış varlıkları, BB'de bankaların Merkez Bankası'ndaki mevduatlarını temsil etmektedir. Eşitlik 9'dan CLG+CLB toplamını elde edip 8 nolu denklemde yerine yazarsak para arzı Ms

$$Ms = BD + F + BLP - NBLG \text{ olur.} \quad (10)$$

Son denkleme göre para arzı; bütçe açığı, dış varlıklar ve bankaların özel sektöre verdiği kredilerde artış olduğunda artacak, banka dışı özel sektörün devlete borç vermesi halinde de azalacaktır.

Fon akım modeli esas itibariyle, para arzının içsel olduğu ve para arzındaki değişimleri, para çarpanı ve parasal taban aracılığıyla ölçmeye çalışan yaklaşımların eksik olduğu varsayımlarından hareketle kurulmuştur(Bain ve Howells, 2003, s.64-65, Yıldırım ve Karaman, 1999, s.675).

KAYNAKÇA

Kitaplar

Aktan C. C, U. Utkulu ve S. Togay (1998), *Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler*. 1. Baskı, İstanbul. İMKB Yayınları.

Arestis P (1997). *Money, Pricing, Distribution and Economic Integration*. Macmillan Press Ltd.

Bain K. ve P. Howells (2003). *Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis*, Palgrave MacMillan.

Carvalho F. J. C. (1992). *Mr. Keynes and The Post Keynesians*. Edward Elgar.

Carvalho F. J. C. (1995). *Post Keynesian Developments of Liquidity Preference Theory*. P. Wells(Edit). *Post Keynesian Economic Theory* içinde. Kluwer Academic Publishers.

Chick V. (1995). *The Evolution of The Banking System and The Theory of Saving, Investment, and Interest, Economie at Societes*. Vol:20(8-9), No:3, Aout-Septembre, Serie Monnaie et Production. Musella M. ve C. Panico(Edit)(1986). *The Money Supply in The Economic Process-A Post Keynesian Perspective*(İçinde). Edward Elgar.

Çakmak A. (1997), *Ortodoks Makro İktisada Giriş*, Bilim Teknik Yayınevi.

Davidson P. (1992). *International Money and Real World*, Second Edition, St. Martin's Press Inc.

Davidson P. (1994). *Post Keynesyen Macro Economic Theory(A Foundation for Successful Economic Policies for Twenty-first Century*, Edward Elgar Publishing Company.

Davidson P. (1995). *Endogenous Money, The Production Process, and Inflation Analysis*, Economie Appliquee, No:1,1988. Musella M. ve C. Panico(Edit)(1986). *The Money Supply in The Economic Process-A Post Keynesian Perspective*(İçinde). Edward Elgar.

Deleplaca G. ve J. N. Edward(1996), *Introduction: Monetary Circulation and Effective Demand*, Musella M. ve C. Panico(Edit)(1986). *The Money Supply in The Economic Process-A Post Keynesian Perspective*(İçinde). Edward Elgar.

Dow A. C. ve S. C. Dow(1989), *Endogenous Money Creation and Idle Balances*. John Pheby(Edit) (1989), *New Directions In Post Keynesian Economics*(İçinde). Edward Elgar.

Dow S. C. (2001), *Post Keynesian Methodology*. Holt R. ve S. Pressman(Edit)(2001). *A New Guide to Post Keynesian Economics*. Routledge.

Ersel H. (1998), 1980 Sonrası Serbestleşme Deneyimi. *Bilânço 1923–1998: Türkiye Cumhuriyeti'nin 75 Yılına Toplu Bakış*” Uluslararası Kongresi(Ekonomi-Toplum-Çevre). Cilt:2.

Augusto G. (1996), *Money as Purchasing Power and Stock of Wealth*. G. Deleplace and E. J. Nell(Edit) *Money in Motion*(İçinde), Macmillan Press Ltd.

Giuseppe F. (2002). *Some Notes on The Monetary Debate Within The Post Keynesian School*. Dow. S. ve J. Hillard(Edit.) *Keynes, Uncertainty and the Global Economy*(İçinde). Edward Elgar Publishing.

Gardiner G. W. (2004). *The Primacy of Trade Debt in the Development of Money*. R. Wray(Edit). *Credit and State Theories of Money. The Contributions of A. Mitchell Innes* (İçinde). Edward Elgar.

Günel M. (2001). *Merkez Bankalarının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları*. İMKB Yayınları.

Güneş H. (1990). *Türkiye'de Para Arzını Artıran Nedenler*. Gren Ajans, İstanbul.

Henry J. F. (2004). *The Social Origins of Money: The Case of Egypt*, Wray R.(Edit). *Credit and State Theories of Money* (İçinde). Edward Elgar.

Hudson M. (2004). *The Archaeology of Money: Debt Versus Barter Theories of Money's Origins*. R. Wray(Edit). *Credit and State Theories of Money. The Contributions of A. Mitchell Innes* (İçinde). Edward Elgar.

Innes, A. M. (2004a). *The Credit Theory of Money*. R. Wray (Edit) *Credit and State Theories of Money* (İçinde). Edward Elgar.

Innes, A. M. (2004b). *What is Money*. R. Wray.(Edit) *Credit and State Theories of Money* (İçinde). Edward Elgar.

Innes, A.M (1932). *Martyrdom in Our Times: Two Essays on Prisons and Punishment*. London: Williams ve Norgate, Ltd. R. Wray(Aktaran) (2004). *The Credit Money and State Money Approaches*. CFEPS Working Paper No:32.

Itoh M. ve C. Lapavitsas (1999). *Political Economy of Money and Finance*. Macmillan Press Ltd.

Karluk R. (2002). *Türkiye Ekonomisi*. 7. Baskı, Beta Yayınevi, İstanbul.

Keynes, J. M. (1936). *İstihdam, Para ve Faizin Genel Teorisi*. A. Baltacıgil(Çev.). Fakülteler Matbaası(1969). İstanbul.

Keynes J.M. (1973b). *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume 13*. D. Moggridge(Edit). London and Basingstoke, The Macmillan Press.

King J.E. (2002). *A History of Post Keynesian Economics Since 1936*. Edward Elgar.

Knapp G. F. (1924), *State Theory of Money*. MacmillanveCompany Limited, St. Martin's Stereet, London.

<http://econpapers.repec.org/bookchap/hayhetboo/knapp1924.htm> (10.9.2006).

Krugman P. (2003). *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü*. 3. Baskı, Neşenur Domaniç(Çev.). Literatür Yayınları, İstanbul.

Lavoie M. (1992). *Foundations of Post Keynesian Economic Analysis*. Edward Elgar.

Minsky H. P. (1985). *The Financial Instability Hypothesis: A Restatement*. Arestis P.ve T. Skouras(Edit) *Post Keynesian Economic Theory - A Challenge to Neo Classical Economics*(İçinde). M. E. Sharpe, Inc.

Minsky H. P. (1995). *The Endogeneity of Money*. Musella M. ve C. Panico(Edit) *The Money Supply in the Economic Process: A Post Keynesian Perspective*(İçinde). Edward Elgar.

Mishkin F. S. (2000). *Para Teorisi-Politikası, Şıklar İ, A. Çakmak, S. Yavuz(Çev.), Bilim Teknik Yayınevi.*

Moore B. J. (1988). *Unpacking the Post Keynesian Black Box: Wages, Bank Lending and The Money Supply*, Arestis P. (Edit.) *Post Keynesian Monetary Economics*(İçinde). Edward Elgar.

Moore Basil (1996). *The Money Supply Process: A Historical Reinterpretation*. Edward N.J.ve G. Deleplace(Edit). *Money In Motion*(İçinde). Macmillan Press.

Morgan E. V. (1970). *The Radcliffe Report in the Tradition of Official British Monetary Documents*. Croome D. R. ve H. Johnson(Edit). *Money in Britian 1959–1969, The Papers of The Radcliffe Report-Ten Years After Conference at Hove, Sussex, October 1969*(İçinde). Oxford University Press.

Önder İ. O. Türel, N. Ekinci ve C. Somel (1993). *Türkiye'de Kamu Maliyesi Finansal Yapı ve Politikalar*. Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul.

Palley T. (1996). *Beyond Endogeneous Money: Toward Endogeneous Finance*. Edward N.J.ve G. Deleplace(Edit). *Money In Motion*(İçinde). Macmillan Press.

Parasız İ. (1995). *Kriz Ekonomisi (Hiper Enflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları)*. Birinci Baskı. Ezgi Kitapevi Yayınları. Bursa.

Rochon L. P. (1999a). *Credit, Money and Production*. Edward Elgar.

Rogers C. (1989). *Money, Interest and Capital (A Study in The Foundations of Monetary Theory)*. Cambridge University Press.

Rousseas S. (1998). *Post Keynesian Monetary Economics*. Third Edition. McMillan Press.

Sawyer. M. (1996), *Money, Finance and Interest Rates: Some Post Keynesian Reflections*. Arestis P.(Edit). *Keynes, Money, and The Open Economy, Essays in Honour of Paul Davidson: Volume One*(İçinde). Edward Elgar.

Smithin J. (1994). *Controversies in Monetary Economics*. Edward Elgar.

Swanke T. A. (2004). *Understanding The Implications of Money Being A Social Convention*. Wray L. R. and M. Forstater(Edit.) *Contemporary Post Keynesian Analysis*(İçinde). Edward Elgar.

Wray R. (1990). *Money and Credit in Capitalist Economies - The Endogeneous Money Approach*. Edward Elgar.

Wray R. (1996a). *Money in the Circular Flow*. Deleplace G.veE. J. Nell(Edit). *Money in Motion*(İçinde). Macmillan Press Ltd.

Yıldırım K. ve D. Karaman (1999). *Makro Ekonomi*. Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Vakfı Yayınları, Yayın No: 145.

Dergiler

Adams J. (2002). Financial Globalisation: Is it a Threat to Key Central Bank Functions? The Case of Mauritius. *Journal of Financial Regulation and Compliance*. February. Volume:10. No:1.

Akalın G. (2002). Keynes'in Finans Motifi Üzerine. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. Cilt: XVII, Sayı:1.

Altun O, ve O. C. Mutan (2007). Küresel Fon Akımlarının Gelişmekte Olan Ekonomilere ve Türkiye Ekonomisine Etkileri(Türkiye'ye Yönelik Sermaye Akımlarına İlişkin Ampirik Bir Çalışma). *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*, SPK Araştırma Dairesi, 29.08.2007. www.spk.gov.tr (15.09.2007).

Arestis P. ve S. Basu (2003). Financial Globalization: Some Conceptual Problems. *Eastern Economic Journal*. Spring. Volume:29, No:2.

Aydın M. F. ve V. Us (2007). Carry Trade: Gelişmeler ve Riskler. *TİSK Akademi Dergisi*. Cilt: 2. Sayı: 3.

Ballard B. (1995). How Keynes Became a Post Keynesian. *Journal of Post Keynesian Economics*. Spring. Vol:17. No:3.

Bayazıtöğlü Y, H. Ersel, E. Öztürk (1991). Financial Markets Reforms in Turkey Between 1980–1990. *TCMB Tartışma Tebliğleri*, Tebliğ No: 9102.

Bell S. (1998). The Hierarchy of Money. *The Levy Economics Institute of Bard Collage, Working Paper*. No:231. <http://www.levy.org>.(15.03.2007).

Bell A. S, J. F. Henry ve L. R Wray (2004). A Cartalist Critique of John Locke's Theory of Property, Accumulation, and Money: Or Is It Moral to Trade Your Nuts For Gold? *Review of Political Economics*. Vol:62.

<http://www.csus.edu/indiv/h/henryjf/PDFS/Locke.pdf> (10.07.2006).

Berndt A, R. A. Jarrow, C. O. Kang (2007). Restructuring Risk in Credit Default Swaps: An Empirical Analysis. *Stochastic Processes and Their Applications*. Vol: 117.

Bertocco G (2005). The Role of Credit in a Keynesian Monetary Economy. *Review of Political Economy*. Vol:17. No:4. October.

Chick V. (1986). The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest, *Economie et Societes*, Vol.20 No:8-9, Aout-Septembre, Serie Monnaie et Production, n.3, 111-126. Musella M, C. Panico(Edit)(1995), *The Money Supply in the Economic Process – A Post Keynesian Perspective* (içinde). Edward Elgar.

Clarke S (2002). Kredi Türevleri: Pazarda Büyüme Sürdürülebilir mi? *Active Dergisi* Temmuz-Ağustos.

Çobanoğlu P. (2005). Financial Liberalization: The Case of Turkey (1980–2001). *Master of Science*. University of Nevada Reno. www.proquest.com (12.8.2006).

Das D. K. (2003). Evolving Financial Market Structure in Emerging Market Economies. *Journal of Asset Management*. Volume:4. No:2.

Davidson P. (1991). Is Probability Theory Relevant for Uncertainty? A Post Keynesian Perspective. *Journal of Economic Perspectives*. Vol: 5. No:1.

Daugherty M. R. (1992). Currency-Banking Controversy-Part 1. *Southern Economic Journal* (pre–1986). Vol:9. No:2.

Devorey M. (1999). Inflation: A Non-Monetarist Monetary Interpretation. *Cambridge Journal of Economics*, No:8, 1984. Rochon L. P. (Aktaran). The Creation and Circulation of Endogeneous Money: A Circuit Dynamique Approach. *Journal of Economic Issues*. Vol:33. No:1. March.

Dickens E (1999). Financial Instability, Crises and the Endogeneity of Money: a Rejoinder. *Review of Political Economy*. Vol:11. No:4.

Eichengreen B, M. Mussa, G. D. Ariccia, E. Detragiache, G. M. Ferretti, A. Tweedie(1999). Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues. *IMF Economic Issues*. No:17. February 1999. www.imf.org (11.05.2006).

Erçel G. (1998). 1999 Yılı Para Politikası Uygulaması. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/p98matb.html> (13.12.2006).

Erçel G. (1999a). Türkiye'de Merkez Bankacılığı. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1999/bulgmb1.html>

Erçel G. (1999b). 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur Ve Para Politikası Uygulaması. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog2/baskanmat5y.html> (13.12.2006).

Ersel H. (1988). Türkiye’de Mali Piyasalardaki Bazı Yenilikler ve Para Politikası. *Tartışma Tebliği*. No:8802. TCMB Araştırma Planlama ve Eğitim Genel Müdürlüğü.

Fıkırkoca E. (2006). Alternatif Yatırım Araçları. *Sermaye Piyasalarında Gündem*. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği. www.tspakb.org.tr.(14.12.2006).

Filho F. F. ve O. Conceiçao (2005). The Concept of Uncertainty in Post Keynesian Theory and in Institutional Economics. *Journal of Economic Issues*. Vol:39. No:3.

Fontana G. ve B. Gerrard (2004). “A Post Keynesian Theory of Decision Making under Uncertainty. *Journal of Economic Psychology*. Vol:25.

Fontana G. ve E. Venturino (2003). Endogeneous Money: An Analytical Approach. *Scottish Journal of Political Economy*. Vol:50. No:4.

Galaty G, A. Health, P. McGuire (2007). Evidence of Carry Trade Activity, *BIS Quarterly Review*, September. www.bis.org (22.09.2007).

Gaskin M. (1960). Liquidity and The Monetary Mechanism. *Oxford Economic Papers*.(Pre-1986), Vol:12. No:3.

Geithner T. (2007). Credit Markets Innovations and Their Implications. *At the 2007 Credit Markets Symposium hosted by the Federal Reserve Bank of Richmond, Charlotte, North Carolina, 23 March*

<http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2007/gei070323.html>
(25/06/2007). Bu makale aynı zamanda BIS Review Vol: 29. 2007’de de yer almaktadır.

Geithner T. (2004). Hedge Funds and Their Implications for the Financial System. *BIS Quarterly Review*. No: 70/2004. www.bis.org (23.09.2007).

Gerken A. ve H. Karseras (2004). The Real Risks of Credit Derivatives. *The McKinsey Quarterly Review*.

http://www.mckinseyquarterly.com/article_page.aspx?ar=1505vel2=7vel3=10
(31/10/2007).

Giannetti M. (2007). Financial Liberalization and Banking Crises: The Role of Capital Inflows and Lack of Transparency. *Journal of Financial Intermediation*. Volume:16.

Grada C. O (1993). The Irish Paper Pound of 1797-1820: Some Cliometrics of The Bullionist Debate. *Oxford Economic Papers*. Vol:45.

Graziani A (1990). The Theory of the Monetary Circuit. *Economies et Societes: Monnaie et Production* Volume:7. Rochon L. P(Aktaran) (March 1999). The Creation and Circulation of Endogeneous Money: A Circuit Dynamique Approach. *Journal of Economic Issues*. Vol:33. No:1.

Guitian M. (1999). Economic Policy Implications of Global Financial Flows. *Finance ve Development*. Volume 36. No:1. March.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/03/guitian.htm> (13.07.2007).

Günçavdı Ö. ve S. Küçükçifçi (2002). Türkiye’de Finansal Liberalleşmenin Başarımı ve Mali Kesim Üzerine Bir Değerlendirme. *ODTÜ Gelişme Dergisi*. Cilt:29, Sayı:1-2.

Gür E. T. (2003). Kredi Kanalıının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. TCMB. Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara. www.tcmb.gov.tr (05.09.2006).

Hausler G. (2002). The Globalization of Finance. *Finance and Development*. Volume:39. No:1.

Hildbrand P. M (2005). Developments in the Hedge Fund Industry. *BIS Review*. No:8.

Howells P. ve K. Hussein (1998). The Endogeneity of Money: Evidence From G7. *Scottish Journal of Political Economy*. Vol: 45. No:3.

Humphrey T. M. (1988). Rival Notions of Money. *Economic Review*. Vol:74. Sep/Oct No:5.

İbicioğlu M. (2006). Türkiye’de Mali Araçlar Sektörünün Mali Sistem İçindeki Yeri ve Finansal İşlemlerin Mali İstatistiklere Yansıtılması. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. TCMB. İstatistik Genel Müdürlüğü, Ankara. www.tcmb.gov.tr (21.11.2007).

Jasay A.E. (1960). The Working of The Radcliffe Monetary System. *Oxford Economic Papers*.(Pre-1986), Vol:12. No:2.

Juniper J (2005). Defending Liquidity Preference and Keynesian Notions of Fundamental Uncertainty. *Working Paper*. Centre of Full Employment and Equity. No:05-02, February, <http://e1.Newcastle.edu.au/coffee>, (12.10.2005).

Kahyaoğlu H (2004). Karma(hibrid) Finansal Sistemlerde Türev Araçların Kullanımı. *Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksek Okulu Geleneksel Finans Sempozyumu 2004*. SPK Yayınları (2005) Yayın No: 178.

Kaplan C. (1999). Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği. TCMB *Tartışma Tebliğleri*. Tebliğ No: 9910.

Kapur B. K.(2000), Financial Globalization: Aspects and Issues. *Malaysian Journal of Economic Studies*. Volume:37. No:1-2.

Kesriyeli M. (1997). 1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri. *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Yayınları*. Yayın No:97/4. www.tcmb.gov.tr (5.6.2006).

Koğar Ç. İ (1995). Financial Innovations and Monetary Control. *TCMB Discussion Papers*. Paper No:9515. www.tcmb.gov.tr (5.6.2007).

Köne A. Ç. (2003). Para-Sermayenin Yeniden Yapılandırılması: Türk Özel Bankacılık Sektörü Örneği. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*. Cilt:4. Sayı:2.

Köse M. A, E. Prasad, K. Rogoff, S. J. Wei (2007). Financial Globalization: Beyond the Blame Game. *Finance ve Development*. Volume:44. No:1.

Kregel J. (1987). The Changing Place of Money in Keynes's Theory From The Treatise to The General Theory. Gandolfo G ve F. Marzano(Edit). *Keynesian Theory, Planning Models and Quantitative Economics: Essays in Memory of Vittorio Maramba Vol:1* (İçinde). Milano.

[http://cas.umkc.edu/ECON/economics/faculty/Kregel/608/Winter%202005/economics_608%20\(2005\).htm](http://cas.umkc.edu/ECON/economics/faculty/Kregel/608/Winter%202005/economics_608%20(2005).htm) (10.10.2005).

Kregel J. (1998). Aspects of Post Keynesian Theory of Finance. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol:21. No:1.

Kroszner R. S. (2007). Recent Innovations in Credit Markets. *BIS Review*. Vol:28. www.bis.org/review/r070323e.pdf (25.10.2007).

Kula F (2003). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler. *Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. Cilt:4. Sayı:2.

Lavoie M. (1984). The Endogenous Flow of Credit and The Post Keynesian Theory of Money. *Journal of Economic Issues*. Vol:18. No:3.

Lavoie M. (1996). Horizontalism, Structuralism, Liquidity Preference and The Principle of Increasing Risk. *Scottish Journal of Political Economy*. August . Vol:43. No:3.

Lerner A. P. (1947). Money as a Creature of The State. *American Economic Review*. Vol:37. Kaboub Fadhel(Aktaran) Knaap, Lerner, Goodhart, and Moore-Differences and Commonalities on The Nature of Money.

<http://f.students.umkc.edu/fkfc8/KLGM.html> (06.09.2006).

Lipschitz L (2007). Wising up About Finance. *Finance and Development*. Vol:44. No:1.

Marselli R. (1993). Treasury Financing and Bank Lending-Reserves Causality. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol:15. No:4.

McGuire P. ve N. Tarashev (2006). Tracking International Bank Flows. *BIS Quarterly Review*. December.

Minsky H. (1996) Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economics. *Working Paper*. No:155. The Jerome Levy Economics Institute of Bard Collage. <http://www.levy.org/pubs/wp155.pdf> (15.07.2006).

Mitchell W. ve J. Juniper (2005). Towards a Spatial Keynesian Macroeconomics. *The Fourth Australian Society of Heterodox Economists Conference*. University of New South Wales, 12 and 13 December 2005. Bu makale, Centre of Full Employment and Equity, Working Paper No:05-09, September, <http://e1.Newcastle.edu.au/coffee> (07.10.2006) içinde yer almaktadır.

Mookerjee R. ve G. Peebles (1998). Endogenous Money in China: Insights on Recent Policies. *Journal of Asian Economics*. Vol:9. No:1.

Monvoisin V. ve C. Pastoret (2003). Endogenous Money, Banks, And The Revival of Liquidity Preference. L. P. Rochon and S. Rossi (Edit) *Modern Theories of Money*(İçinde). Edward Elgar. www.e-bourgogne.fr/CEMF/php/monpast.doc (10.10.2006).

Moore B. J (1995). The Exogeneity of Short Term Interest Rates: A Reply to Wray. *Journal of Economic Issues*. March. Vol:29. No:1.

Moore B (1998). Accommodation to Accommodationism: A Note. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol:21. No:1.

Moshirian F. ve G. Szegö (2003). Markets and Institutions: Global Perspectives. *Journal of Banking and Finance*. Vol:27.

Naqi S. A. ve S. Hettihewa (2007). Venture Capital or Private Equity? The Asian Experience. *Business Horizons*. No:50.

Nell K. S. (2000). The Endogenous /Exogenous Nature Of South Africa's Money Supply Under Direct and Indirect Monetary Control Measures. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol: 23. No: 2.

Niggle C. J. (1991). The Endgeneos Money Supply Theory: An Institutionalist Appraisal. *Journal of Economic Issues*. Vol:25. No:1.

Officer L. H. (2000). The Bullionist Controversy: A Time Series Analysis. *International Journal of Finance and Economics*. Vol:5. No:3.

Ogren A. (2007). Monetary Theory and Practise: Parallel Currencies in Sweden, 1789–1883. <http://economix.u-paris10.fr/pdf/seminaires/H2S/Ogren.pdf> (10.10.2007).

Oksay S. (2000). Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi*. Yıl:6. Cilt:3. Sayı:14.

Oktar S, Ö. Akgüç, Y. Törüner (2000). İstikrar Program İçinde Kasım 2000 Krizi: Değerlendirme ve Beklentiler. *Banka Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*. Yıl:37. Sayı:12.

Önder T. (2005). Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*. TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü. www.tcmb.gov.tr (6.6.2007).

Palley T. I. (1994). Competing Views of The Money Supply Process: Theory and Evidence. *Metroeconomica*, Vol: 45. No:1. http://www.thomaspalley.com/docs/articles/macro_theory/monetary_supply.pdf

Palley T. I (1996). Accommodationism versus Structuralism: Time for An Accommodation. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol:18. No:4.

Palley T. (1998). Accommodationism, Structuralism, and Superstructuralism. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol:21. No:1.

Park M. S. (2004). A Pure Credit Money Economy: A Simple Steady-State Model. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol:27, No:1.

Peacock M. S.(2004). State, Money, Catallaxy: Underlaboring for a Chartalist Theory of Money. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol:26. No:2.

Prasad E, K. Rogoff, S. J. Wei and M. A. Köse (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. *IMF Occasional Paper*, No:220. www.imf.org (12.10.2007).

Prasad E, R. Rajan and A. Subramanian (2007). The Paradox of Capital. *Finance and Development*. Volume:44. No:1.

Pollin R. (1991). Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol:13. No:3.

Ritzmann F. (1999). Money, a Substitute for Confidence? Vaughan to Keynes and Beyond. *The American Journal of Economics and Sociology*. Vol:58. No:2.

Rochon L. P. (1997). Keynes's Finance Motive: A Re-assessment. Credit, Liquidity Preference and The Rate of Interest. *Review of Political Economy*. Vol:9. No:3.

Rochon L. P. (1999b). The Creation and Circulation of Endogeneous Money: A Circuit Dynamique Approach. *Journal of Economic Issues*. Vol:33. No:1.

Rodrik D. (1997). Trade, Social Insurance and The Limits of Globalization. *NBER Working Paper*. No:5905.

Ross D. M. (1992). British Monetary Policy and The Banking System in the 1950's. *Business and Economic History*. Second Series. Vol:21.

Rossi S. ve S. Klimaszewski(2006). Chartalism and Metallism. <http://www.unifr.ch/mapom/download> (14.09.2006).

Rotheim R. J. (1999). Post Keynesian Economics and Realist Philosophy. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol:22. No:1.

Sancak C. (2002). Financial Liberalization and Real Investment: Evidence From Turkish Firms. *IMF Working Paper*. No:02/100. www.imf.org (23.10.2007).

Schinasi G. J. (2006). Preserving Financial Stability. *IMF Economic Issues*. No:36. www.imf.org (22.10.2007).

Schmukler S. L. (2004). Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta*. Second Quarter, Volume:89. No:2.

Shanmugam B, M. Nair ve O. W. Li (2003). The Endogenous Money Hypothesis: Empirical Evidence from Malaysia. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol:25. No:4.

Skaggs N. T. (1999). Changing Views: Twentieth-Century Opinion on The Banking School-Currency School Controversy. *History of Political Economy*. Vol:31, No:2.

Tarzi S. M. (1999). Financial Globalization and National Macroeconomic Policies: Managerial Challenges to the Nation-State. *Journal of Social, Political and Economic Studies*. Volume:24. No:2.

Torre A, C. Gozzi ve S. Schmukler(2007). Stock Market Development under Globalization: Whither the Gains From Reforms? *Journal of Banking ve Finance*. Volume:31.

Tsatsaronis K. (2000). Hedge Funds. *BIS Quarterly Review*. November. http://www.bis.org/publ/r_qt0011g.pdf (8.9.2007).

Tymoigne E. ve R. Wray (2005). Money: An Alternative Story. *CFEPS Working Paper*. No:45. July. <http://www.cfeps.org/pubs/> (20.05.2006).

Tymoigne E. (2007). Improving Financial Stability: Uncertainty versus Imperfection. *Journal of Economic Issue*. Volume:41. No:2.

Vrolijk C. (1997). Derivatives Effect on Monetary Policy Transmission. *IMF Working Paper*. No:97/121.

Wagner H. (2001). Implications of Globalization for Monetary Policy. *IMF Working Paper*, No:01/184. www.imf.org (24.11.2007).

Warsh K. M. (2007). Hedge Funds. *BIS Review*. No:80/2007. <http://www.bis.org/review/r070713e.pdf> (20.11.2007).

Wray R. (1991). Saving, Profits, and Speculation in Capitalist Economies. *Journal of Economic Issues*. Vol:25. No:4.

Wray R. (1992). Alternative Approaches to Money and Interest Rates. *Journal of Economic Issues*. Vol:26. No:4.

Wray R. (1996b). Keynes's Approach to Money: An Assessment After 70 Years. *Working Paper*. No:438. The Levy Economics Institute of Bard College, <http://www.levy.org>. (11.10.2006).

Wray R. (1998). *Understanding Modern Money-The Key to Full Employment and Price Stability*. Edward Elgar.

Wray R. (2004a). When Are Interest Rates Exogenous?. *CFEPS Working Paper*. No:30. <http://www.cfeps.org/pubs/> (10.7.2006).

Wray R. (2004b). The Credit Money and State Money Approaches. *CFEPS Working Paper*. No:32. <http://www.cfeps.org/pubs/> (10.07.2006).

BIS (1994), *Macroeconomic and Monetary Policy Issues Raised by The Growth of Derivatives Markets*. CGFS Publications. No: 4. http://www.bis.org/list/cgfs/tid_6/index.htm (22.10.2007).

Hazine Müsteşarlığı(2006), <http://www.Hazine.gov.tr/mevzuat/tpk32kg.htm>. (10.12.2006).

TCMB, *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı* www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf (11.10.2006).

TCMB(2001). *Kasım 2001 Para Politikası Raporu*, www.tcmb.gov.tr (11.11.2006).

TCMB(2002). *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*.
www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kuresel.pdf (11.10.2007).

TCMB, Yıllık Raporlar (1996–2006). www.tcmb.gov.tr

TCMB(Aralık 2005). *Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası*. www.tcmb.gov.tr (21.2.2006)

TCMB, Sektör Bilançoları (1996–2006). www.tcmb.gov.tr

Türkiye Bankalar Birliği. *İstatistikî Tablolar*. www.tbb.org.tr

Sermaye Piyasası Kurulu. *İstatistikî Veriler*. www.spk.gov.tr

