

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

**FİNANSAL AÇIKLIĞIN PARA POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ ÜZERİNE  
YANSIMALARI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Yüksek Lisans Tezi

ALİ KEMAL GAYGILI

İstanbul, 2007

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

**FİNANSAL AÇIKLIĞIN PARA POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ ÜZERİNE  
YANSIMALARI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Yüksek Lisans Tezi

ALİ KEMAL GAYGILI

Danışman: PROF. DR. SUAT OKTAR

İstanbul, 2007

Marmara Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Tez Onay Belgesi

İKTİSAT Anabilim Dalı İKTİSAT TEORİSİ Bilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi ALİ KEMAL GAYGILI nın FİNANSAL AÇIKLIĞIN PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİ ÜZERİNE YANSIMALARI:TÜRKİYE ÖRNEĞİ adlı tez çalışması ,Enstitümüz Yönetim Kurulunun 19.07.2007 tarih ve 2007-8/30 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oybirliği/oyçokluğu ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

- Tez Savunma Tarihi : 26.07.2007
- 1) Tez Danışmanı : PROF. DR. SUAT OKTAR
- 2) Jüri Üyesi : DOÇ. DR. GÜLSÜM AKALIN
- 3) Jüri Üyesi : PROF. DR. MEHMET EMİN ARAT

  
.....  
.....  
.....

## ÖNSÖZ

1980 sonrası dönemde dünya ekonomilerinde meydana gelen küreselleşme eğilimleri etkisini Türkiye üzerinde de göstermiştir. 24 Ocak süreciyle dış ticaret hesaplarında başlayan dışa açılma süreci 1989 yılında alınan tarihi bir kararla sermaye ve finans hesaplarının da serbest bırakılmasıyla küresel ekonomi ile eklemlenmiştir. Bu süreçte meydana gelen finansal araç portföyündeki yenilikler ülkelerin ekonomi politikalarını kontrol altında almada birtakım zorluklarla karşılaşılmasına neden olmuş ve dolayısıyla para politikalarının ülke ekonomileri üzerindeki etkinliği önemli hale gelmiştir. Bu çalışma ile 1990 sonrası süreçte Türkiye’de uygulanan para politikalarının etkinliği ampirik bir analizle incelenmeye çalışılmıştır. Bu çalışmayı sonuçlandırmamda değerleri fikirlerini esirgemeyen değerli tez hocam Prof. Dr. Suat Oktar’a ve her zaman yanımda desteğini hissettiğim Dokuz Eylül Üniversitesi’nden Doç. Dr. Yaşar Uysal ve Araş. Gör. Hakan Kahyaoğlu’na teşekkür eder, çalışmamın bu konuyla ilgilenen herkese yararlı olması temenni ederim.

İstanbul, 2007

ALİ KEMAL GAYGILI

## ÖZET

Bu çalışma dört ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde ekonomik ve finansal serbestleşmenin teorik boyutu üzerinde durulmuş ve bu konudaki iktisadi ekollerin fikirleri açıklanmıştır. İkinci bölüm, Dünya ve Türkiye’de sermaye hareketlerinin gelişimi üzerine incelemelere ayrılmış ve yıllar içerisinde sermaye hareketlerinin yapısal analizi yapılmıştır. Üçüncü bölümde ise Türkiye’de uygulanan para politikaları 1923’den günümüze amaç-araç-strateji bağlamında ele alınarak incelenmiştir. Son bölümde ise ekonomi politikasının temel ayaklarından bir tanesi olan para politikasının etkinliği ile finansal açıklık arasındaki ilişkiye VAR Analizi uygulanmış ve Türkiye için bir fiyat istikrar mekanizması elde edilmeye çalışılmıştır. Elde edilen sonuçlar oldukça ilginçtir. Şöyle ki,

Enflasyon oranıyla finansal açıklık arasında negatif, kamu kesimi borçlanma gereği ve reel faiz arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Ayrıca yapılan nedensellik analizi sonuçlarına göre, reel faiz kendisi üzerinde doğrudan etkili iken finansal açıklık ile kamu kesimi borçlanma gereği dolaylı etkilidir, reel faiz yine finansal açıklık üzerinde doğrudan etkili iken kamu kesimi borçlanma gereği ve enflasyon dolaylı etkili bulunmuştur, Reel faiz kamu kesimi borçlanma gereği üzerinde doğrudan etkili iken enflasyon ve finansal açıklık dolaylı etkili bulunmuştur. Varyans ayrıştırma sonuçlarına göre ise uzun dönemde enflasyonun ve finansal açıklığın belirleyicisi kendisi ve reel faiz iken; reel faizin belirleyicisi kendisi ve enflasyon ve kamu kesimi borçlanma gereğinin ise kendisi ve reel faiz olarak bulunmuştur.

Elde edilen Türkiye için fiyat istikrarı mekanizmasına göre reel faiz, enflasyon, finansal açıklık ve kamu kesimi borçlanma gereği reel faizi arttırır ve dolayısıyla finansal açıklık artar, kur mekanizmasıyla enflasyon oranı düşer ve sonuç olarak fiyat istikrarı sağlanır. Yani, finansal açıklık arttıkça fiyat istikrarı sağlanır ve para politikasının etkinliği de artar. Bu sonuçlar, Türkiye’de sağlıklı ya da suni bir fiyat istikrarı mekanizmasının var olduğunu düşündürmektedir.

## ABSTRACT

This study is composed of four chapters. In the first chapter, it was emphasized on the theoretical dimension of the economical and financial liberalization and the ideas of the economical schools were explained on this subject. The second chapter is separated for the examinations on the development of the capital movements in Turkey and all over the world and the structural analysis of the capital movement has been performed within the years. In the third chapter, the money policies which were implemented in Turkey were taken up and examined with regard to the purpose-instrument-strategy beginning from the year 1923 to today. In the last chapter, the VAR analysis was applied to the relationship between the effectiveness of the money policy which is one of the essential bases of the economy policy and the financial openness and it was tried to obtain a price – stability mechanism for Turkey. The results obtained are very interesting. Such that,

A negative correlation was found between the inflation rate and financial openness and also a positive correlation was found between the requirement of borrowing by public section and the real interest. In addition to this, according to the results of the causality analysis, while the real interest is directly effective on it the financial clarity is indirectly effective because of the borrowing requirement of the public section and while the real interest is directly effective on the financial clarity the borrowing requirement of the public section and the inflation are found indirectly effective. While the real interest is directly effective on the borrowing requirement of the public section, the inflation and the financial openness were found directly effective. According to the variance separation results, while the determinant of the inflation and financial openness is itself and the real interest at the long term; the determinant of the real interest is found itself and that of the inflation and the borrowing requirement of the public section were found as itself and real interest.

According to the price stability mechanism obtained for Turkey, the real interest, inflation and financial openness and the borrowing requirement of the public section increase the real interest and consequently the financial clarity increases, the inflation rate decreases with the exchange rate mechanism and as a result the price stability is ensured. That is to say as the financial openness increases the price stability is ensured and the effectiveness of the money policy also increases. These results make us think that there is an unhealthy or artificial price stability mechanism is present in Turkey.

## İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

ÖNSÖZ

ÖZET

ABSTRACT

İÇİNDEKİLER.....	i
TABLolar LİSTESİ.....	vii
ŞEKİL LİSTESİ.....	viii
GRAFİK LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR.....	x
EKLER LİSTESİ.....	xiii

GİRİŞ

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### FINANSAL SERBESTLEŞME

1. EKONOMİK SERBESTLEŞME.....	1
1.1. EKONOMİK SERBESTLEŞME FİKRİNİN DOĞUŞU VE GELİŞİMİ.....	4
1.1.1. Klasik Liberal Okullar.....	5
1.1.2. Neo Liberal Okullar.....	7
1.2. EKONOMİK SERBESTLEŞME TÜRLERİ.....	9
1.2.1. Dış Ticaretin Serbestleştirilmesi.....	9
1.2.2. Finansal Serbestleşme.....	12
1.2.2.1. Yurtiçi Finansal Serbestleşme.....	15
1.2.2.2. Yurtdışı Finansal Serbestleşme.....	16
2. FİNANSAL SERBESTLEŞME.....	20
2.1. Finansal Serbestleşmeyi Yönelik Yaklaşımlar.....	21
2.1.1 McKinnon-Shaw Yaklaşımı.....	22
2.1.2.Yapısalcı Yaklaşım.....	25
2.1.3. Neo-Keynesyen Yaklaşım.....	26

2.1.4. Post Keynesyen Yaklaşım.....	27
-------------------------------------	----

## İKİNCİ BÖLÜM

### DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME

#### 1. ULUSLARARASI FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN GELİŞİMİ

1.1. 1870'lerden Birinci Dünya Savaşı (1914)'na Kadar Süren, Klasik Altın Standardı ve Londra Merkezli Global Sermaye Piyasası Dönemi.....	29
1.2. 1914-1945 Dönemi.....	29
1.3. 1945-1980 Altın Çağ Dönemi.....	30
1.4. Bretton Woods Sonrası Dönem.....	31

#### 2. FİNANSAL SERBESTLEŞME UYGULAMALARI.....

34

#### 3. TÜRKİYE'DE SERBESTLEŞME SÜRECİ.....

37

3.1. DIŞ TİCARETTE LİBERALLEŞME ÖNCELİKLİ DÖNEM.....	38
3.1.1. İhracat Teşviklerinin ve Sübvansiyonlarının Genişletilmesi.....	40
3.1.2. İthalatta Liberalleşme.....	41
3.1.3.1980-1989 Döneminin Genel Değerlendirilmesi.....	42
3.1.4. Gümrük Birliği.....	45
3.2. FİNANSAL LİBERALLEŞME ÖNCELİKLİ DÖNEM ( 1989 SONRASI).....	45
3.2.1. Döviz Kuru Politikalarının Gelişimi.....	47
3.2.2. Faiz Oranları Üzerindeki Devlet Denetiminin Kaldırılması.....	48
3.2.3. Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kurulması.....	49
3.2.4. Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) İhalelerine Başlanması.....	49
3.2.5. Merkez Bankası Bünyesinde Piyasaların Kurulması.....	49
3.2.6. Sermaye Hareketlerinin Liberalleştirilmesi.....	50
3.2.7. Bankacılık Sektörüne İlişkin Reformlar.....	52
3.2.8. 1989 Sonrası Dönemin Genel Değerlendirilmesi.....	54

#### 3.3. FİNANSAL SERBESTLEŞME VE TÜRKİYE'DE SERMAYE

#### HAREKETLERİ.....

55

##### 3.3.1. Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ünelere Yönelmesini



Belirleyen Temel Faktörler ve Türkiye.....	57
3.3.2. Türkiye’de Finansal Sermaye Hareketleri.....	64
3.3.3. Türkiye’de Finansal Derinleşme.....	68
3.4. Finansal Serbestleşme Uygulamaları ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi..	71

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### PARA POLİTİKASI VE TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

<b>1. PARA POLİTİKASININ GENEL ÇERÇEVESİ.....</b>	<b>79</b>
1.1. PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI.....	81
1.1.1. Tam İstihdam.....	82
1.1.2. Ekonomik Büyüme.....	82
1.1.3. Ödemeler Bilançosu Dengesi.....	83
1.1.4. Fiyat İstikrarı.....	84
1.2. PARA POLİTİKASININ ARAÇLARI.....	85
1.2.1. Para Politikasının Doğrudan Araçları.....	86
1.2.1.1. Ticari Banka Kredilerinin Miktar, Vade ve Faiz Oranları Açısından Selektif Kontrolü.....	87
1.2.1.2. Farklılaştırılmış Reeskont Oranları.....	88
1.2.1.3. Disponibilite Uygulaması.....	88
1.2.1.4. Bankalar ve Banka Dışı Mali Araçlara Belli Miktarda Devlet Tahvili, Hazine Bonosu Satın Alma Zorunluluğunun Getirilmesi... ..	88
1.2.1.5. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi.....	89
1.2.1.6. Tüketici Kredilerinin Kontrolü.....	89
1.2.1.7. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü.....	89
1.2.1.8. Merkez Bankasının Moral Desteği.....	89
1.2.1.9. Reklam ve Resmi Olmayan Öğütler.....	89
1.2.2. Para Politikasının Dolaylı Araçları.....	90

1.2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	91
1.2.2.2. Reeskont Penceresi İşlemleri.....	93
1.2.2.3. Zorunlu Karşılıklar Oranı.....	94
<b>1.3. PARA POLİTİKASINDA UYGULANAN STRATEJİLER.....</b>	<b>96</b>
1.3.1. Ara Hedefleme Stratejisi.....	98
1.3.1.1. Parasal Hedefleme Stratejisi.....	98
1.3.1.2. Kur Çapası.....	100
1.3.1.3. Merkez Bankası Bilançosu Hedeflemesi.....	102
1.3.2. Nihai Hedefleme Stratejisi.....	102
1.3.2.1. Enflasyon Hedeflemesi.....	103
1.3.2.2. Nominal Gelir Hedeflemesi.....	106
<b>1.4. PARA POLİTİKASI AKTARIM MEKANİZALARI.....</b>	<b>106</b>
1.4.1. Faiz Oranları Kanalı.....	107
1.4.2. Döviz Kuru Kanalı.....	109
1.4.3. Hisse Senetleri Kanalı.....	109
1.4.4. Likidite Kanalı.....	110
1.4.5. Bilanço Kanalı.....	111
1.4.6. Banka Kredileri Kanalı.....	112

## **2. PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİNE YÖNELİK İKTİSADİ**

<b>YAKLAŞIMLAR.....</b>	<b>115</b>
2.1. Klasik İktisat ve Para Politikası.....	115
2.2. Keynesyen İktisat ve Para Politikası.....	117
2.3. Monetarist İktisat ve Para Politikası.....	118
2.4. Rasyonel Beklentiler ve Para Politikası.....	120

2.5. Arz Yanlı İktisat ve Para Politikası.....	121
2.6. Diğer Yaklaşımlar.....	121
2.6.1. Portföy Dengesi Yaklaşımı.....	121
2.6.2. Reel Ankes ve Pigou Etkisi.....	122
2.6.3. Kredi Varlığı Tezi.....	124
2.6.4. Gurley-Shaw Yaklaşımı ve Finansal Araçlar.....	124
2.6.5. Radcliffe Okulu.....	125
<b>3. AÇIK EKONOMİDE PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİ.....</b>	<b>125</b>
3.1. Tam Sermaye Hareketliliği Altında Para Politikalarının Etkinliği.....	126
3.2. Sınırlı Sermaye Hareketliliği Altında Para Politikalarının Etkinliği.....	127
<b>4. TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI.....</b>	<b>129</b>
4.1. 1980 Öncesi Uygulanan Para Politikaları.....	129
4.2. 1980-1989 Dönemi Para Politikaları.....	133
4.3. 1989 Sonrası Dönemde Uygulanan Para Politikaları.....	137
4.3.1. 1990-1993 Dönemi Para Politikaları.....	138
4.3.2. 1994 Krizi ve 1999 Arası Dönem Para Politikaları.....	140
4.3.2.1. 5 Nisan 1994 Kararları.....	141
4.3.2.2. 1995-1999 Dönemi Para Politikaları.....	143
4.3.3. Enflasyonu Düşürme Programı ve Sonrası Dönem.....	147
4.3.3.1. 2000 Enflasyonu Düşürme Programı.....	147
4.3.3.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri.....	149
4.3.3.3. 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı.....	151
4.3.3.4. 2002-2006 Dönemi Para Politikaları.....	152

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİNE YÖNELİK EKONOMETRİK BİR UYGULAMA**

4.1. Giriş.....	158
4.2.Literatür Taraması.....	159
4.3. Araştırma Yöntemi ve Veri Seti.....	161
4.4. Ampirik Analiz.....	164
SONUÇ.....	
KAYNAKLAR.....	
EKLER.....	

## TABLULAR LİSTESİ

<b>Tablo 1</b>	Üçlem ve Sermaye Akışkanlığının Aşamaları.....	33
<b>Tablo 2</b>	Finansal Liberalizyon Tarihleri ( 1973-1996).....	36
<b>Tablo 3</b>	Başlıca Makro Ekonomik Göstergeler (1980-2002).....	43
<b>Tablo 4</b>	Türkiye’ye Yönelik Uluslar arası Doğrudan Yatırımlar ( 1995-2006).....	65
<b>Tablo 5</b>	Türkiye’de Yapılan En Büyük Beş Doğrudan Yatırım.....	67
<b>Tablo 6</b>	İhraç Edilen Mali Varlıkların GSMH İçindeki Payı (%) (1990-2005).....	70
<b>Tablo 7</b>	Parasal Büyüklüklerin GSMH İçindeki Payı (1990-2005).....	71
<b>Tablo 8</b>	Yıllar İtibariyle Tasarruf ve Özel Sabit Sermaye Yatırımları Rasyoları.....	74
<b>Tablo 9</b>	Para Politikası Amaç- Araç İlişkisi.....	95
<b>Tablo 10</b>	ADF Birim Kök Test Sonuçları.....	165
<b>Tablo 11</b>	Doğrusal Regresyon Modeli.....	165
<b>Tablo 12</b>	Hata Teriminin ADF Testi.....	166
<b>Tablo 13</b>	Hata Düzeltme Mekanizması.....	166
<b>Tablo 14</b>	VAR Modeli İçin Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi.....	167
<b>Tablo 15</b>	Johansen Cointegration Test Sonuçları.....	168
<b>Tablo 16</b>	Varyans Ayrıştırma Sonuçları.....	172

## ŞEKİL LİSTESİ

<b>Şekil 1.</b>	Finansal Serbestleşmenin Etkisi (McKinnon-Shaw'a göre).....	24
<b>Şekil 2.</b>	Üçlü Açmaz.....	32
<b>Şekil 3.</b>	Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Etkileri.....	77
<b>Şekil 4.</b>	Para Politikasında Araç-Amaç İlişkisi.....	97
<b>Şekil 5.</b>	Faiz Oranları Kanalı Aktarım Mekanizması.....	107
<b>Şekil 6.</b>	Döviz Kuru Kanalı Aktarım Mekanizması.....	109
<b>Şekil 7.</b>	Hisse Senetleri Kanalı Aktarım Mekanizması.....	110
<b>Şekil 8.</b>	Likidite Kanalı Aktarım Mekanizması.....	111
<b>Şekil 9.</b>	Bilanço Kanalı Aktarım Mekanizması.....	112
<b>Şekil 10.</b>	Banka Kredileri Kanalı Aktarım Mekanizması.....	112
<b>Şekil 11.</b>	Parasal Aktarım Mekanizması.....	113
<b>Şekil 12.</b>	Türkiye'de İstikrar Kararlarının Otomatik Etkisi.....	123
<b>Şekil 13.</b>	Nedensellik Analizi Sonuçları.....	170
<b>Şekil 14.</b>	İncelenen Değişkenler Çerçevesinde Türkiye İçin Fiyat İstikrarı Mekanizması.....	174

## GRAFİK LİSTESİ

<b>Grafik 1.</b> Toplam Sermaye Hareketleri (1980-2006).....	64
<b>Grafik 2.</b> Türkiye'ye Yönelik Toplam Sermaye Hareketleri, Portföy ve Doğrudan Yatırımlar.....	65
<b>Grafik 3.</b> Türkiye'de Doğrudan Yatırımlar (1995-2006).....	66
<b>Grafik 4.</b> Türkiye'de 2000-2007 Dönemi Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Akımları.....	68

## KISALTMALAR

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>age.</b>	Adı geçen eser
<b>agm.</b>	Adı geçen makale
<b>API</b>	Açık Piyasa İşlemleri
<b>ADF</b>	Augment Dickey-Fuller Birim Kök Testi
<b>BDDK</b>	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>BP</b>	demeler Dengesi
<b>BPP</b>	Bankalararası Para Piyasası
<b>DM</b>	Dövize evrilebilir Mevduat
<b>DEP</b>	Döviz Efektif Piyasası
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senetleri
<b>DT</b>	Dünya Ticaret rgt
<b>ECB</b>	Avrupa Merkez Bankası
<b>EFTA</b>	Avrupa Serbest Ticaret Bölgesi
<b>ENF</b>	Enflasyon
<b>FO</b>	Finansal Açıklık
<b>GATT</b>	Gümrük Tarifeleri Genel Anlaşması
<b>GİL</b>	Gün İçi Limit
<b>GSMH</b>	Gayri Safi Milli Hasıla
<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla



<b>GOÜ</b>	Gelişmekte Olan Ülkeler
<b>IMF</b>	Uluslar arası Para Fonu
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>JK</b>	Johansen Koentegrasyon Çıktısı
<b>KİT</b>	Kamu İktisadi Teşebbüsü
<b>KKBG</b>	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
<b>M<sub>1</sub></b>	Dolaşımdaki Para + Vadesiz Mevduat
<b>M<sub>2</sub></b>	M <sub>1</sub> + Vadeli Mevduat
<b>M<sub>2</sub>Y</b>	M <sub>2</sub> + Döviz Tevdiat Hesabı
<b>NİV</b>	Net İç Varlıklar
<b>NUR</b>	Net Uluslar arası Rezervler
<b>PPK</b>	Para Politikası Kurulu
<b>PSBR</b>	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
<b>RF</b>	Reel Faiz
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SÜE</b>	Sanayi Üretim Endeksi
<b>TBMM</b>	Türkiye Büyük Millet Meclisi
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TEFE</b>	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi
<b>TKF</b>	Toplu Konut Fonu

<b>TIY</b>	Toplam İ Yükümlülükler
<b>TL</b>	Türk Lirası
<b>yy.</b>	yüzyıl

## **EK LİSTESİ**

**EK 1:** Modelde Kullanılan Veri Seti

**EK 2:** Veri Setinin Mevsimsellikten Arındırılmış Grafikleri

**EK 3:** Birim Çember ve Modulus Değerleri

**EK 4-A:** Impulse-Response ( Etki-Tepki) Analiz Sonuçları

**EK 4-B:** Etki- Tepki Analizi Monte-Carlo Analiz Sonuçları

**EK 5-A:** Varyans Ayrıştırması Grafik Analizi

**EK 5-B:** Varyans Ayrıştırması Monte Carlo Analiz Sonuçları

**EK 6:** Etki- Tepki Analizi Tablo Sonuçları

**EK 7:** Varyans Ayrıştırması Tablo Sonuçları

**EK 8:** Granger Nedensellik Analizi Sonuçları

# BİRİNCİ BÖLÜM

## FİNANSAL SERBESTLEŞME

### 1. EKONOMİK SERBESTLEŞME

Ekonomik serbestleşme hareketi uzun bir tarihi geçmişe sahiptir. Ekonomik serbestleşme, kapitalist üretim tarzının ortaya çıkışı ve özellikle sanayi sonrası dönemde dünyadaki ticaretin serbestleştirilmesi ilkesi üzerine bina edilmiş ve liberal ideolojinin ekonomi alanındaki uygulamalarını kavramlaştırmış bir harekettir.<sup>1</sup> Ekonomik serbestleşme, gereksiz kısıtlama ve engellerin kaldırılarak ekonominin dışa açılması ve piyasa mekanizmasına işlerlik kazandırılması olarak tanımlanabilir. Diğer bir deyişle, devletin faktör ve mal fiyatlarının belirlenmesinin üzerinde hiçbir etkisinin olmadığı ve ekonomik hayata müdahalesinin minimuma indirildiği bir süreci ifade etmektedir.

Ekonomik serbestleşme fikrinin doğuşunu liberal düşünce akımına dayandırmak mümkündür. Liberalizm, kelime olarak “serbestlik”, “hürriyet” ve “anti devlet müdahaleciliği” anlamlarına gelmektedir. Liberalizm, siyasi bir olgudan iktisadi bir doktrin olmayı Adam Smith ve diğer klasik iktisatçıların çalışmalarıyla kazanmıştır. Ferdietçilik, serbest piyasa ekonomisi, en az devlet müdahaleciliği, iş bölümü ve uzmanlaşma, görünmez el, serbest dış ticaret liberalizmin temel görüşleri arasında yer alır.<sup>2</sup>

Adam Smith’ in ünlü kitabı “*Milletlerin Zenginliği*”nde ilk kuramsal nüveleri bulunan hareketin temel çıkış noktası, uluslararası serbest ticaretin milletlerin refah düzeylerini arttırılmasına katkıda bulunacağı hipotezidir. Serbest ticaret kuramı ilerleyen yıllarda geliştirilmiş ve bir ulusun hangi üretim dalında rekabet gücü varsa, o üretim dalında uzmanlaşması ve dünya serbest ticaret sistemine katılmasını öngörmüştür.

A. Smith’ in ekonomiye hakim olan temel görüşü “ bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler” ( Laissez-faire, Laissez-passer) sözü ile ifade edilebilir. Bu sözün

<sup>1</sup> Davut Ateş, **Küreselleşme: Ne Kadar Tek Boyutlu**, Doğu Üniversitesi Dergisi, sayı:7, İstanbul, 2006, s. 25.

<sup>2</sup> Coşkun Can Aktan, **Politik İktisat**, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 2000, s. 21.

gereği olarak klasik iktisatçılar piyasa ekonomisini temel almaktadırlar. Piyasa ekonomisi özel mülkiyeti temel alan, rekabete dayalı, kar motifli ve teşebbüs tercih ve özgürlüğüne dayalı bir ekonomik modeldir. Piyasa ekonomisini belirleyen temel özelliklerin başında ise bireycilik, tam rekabet piyasasının varlığı, doğal düzen, ücret ve mal fiyatlarının esnekliği ve her arzın kendi talebini yaratması ( Say Yasası) gelir. Bu unsurları kısaca incelemek gerekirse,

Bireycilik, piyasa ekonomisinin en temel mihenk taşlarından birisidir. Bu sistemde kişiler her türlü alacakları iktisadi ve sosyal kararlarda özgürdür, yani dışsal bir empoze söz konusu değildir. Piyasa ekonomisinde bireyler ister arz isterse talep tarafında yer alsınlar, alacakları her kararı en rasyonel şekilde alarak hem kendi refah düzeylerini hem de toplumun refah düzeyinin maksimum olmasını sağlarlar.

Tam rekabet piyasasının varlığı varsayımında ise fertler özgür biçimde aldıkları kararların diğer fertler üzerinde nasıl bir etki yapacağı ile ilgilenmemekte, fakat kendi çıkarlarını korurken toplumsal çıkarlarında en iyi şekilde korunup geliştirilmesine neden olmaktadır.<sup>3</sup> Fertlerin kendi faydalarını maksimumlaştırmak isterken toplumun da faydasını eşanlı olarak maksimumlaştıracığını (görünmez el ilkesi) söyleyen klasik iktisatçılara göre, ekonominin işleyişinde doğal bir düzen bulunmaktadır.

Newton fiziğinin fiziksel evreni değişmez kanunlarla açıklaması fiziksel bilimler kadar toplumsal bilimlere de etkiledi. Öyle ki, sadece madde dünyası değil toplumların yapısı ve işleyişi de bu görüşe bağlandı. Toplumlar da anlaşılabilir kanunlara göre işleyen, tabii kanunları olan, düzenli sistemler olarak düşünüldü. Bu görüş, “ İyi ve akılcı bir Tanrı”nın, tabii uyum içinde bulunmak üzere, toplumları yönettiğini savunuyordu. Bu sav, Tanrısal iradenin belirli amaçlara doğru görünmeyen bir el tarafından yönettiği toplumlarda, belirli bir amaç ve bir içsel tutarlılık bulunduğu varsayımına götürdü. İktisadi liberalizmin edilgen akılcılığı, toplumun tabii kanunlarının saptanıp, banlara uyulmasını gerektiriyordu. Bu kanunlar piyasa ekonomisinin kanunlarıydı.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Vural Fuat Savaş, **Piyasa Ekonomisi ve Devlet**, Liberte Yayınları, 2.b., Ankara, 2000, ss.57-60.

<sup>4</sup> Gülten Kazgan, **İktisadi Düşünce ve Politik İktisadın Evrimi**, Remzi Kitabevi, 11.Basım, Haziran, 2004, İstanbul, s. 57.

Ücret ve fiyatların esnekliği, klasik modelde tam istihdamı sağlayabilmenin olmazsa olmaz şartıdır. Mekanizmanın işleyiş biçimi şu şekildedir; ekonomide herhangi bir zamanda işsizlik meydana geldiğinde fiyatlar sabitken reel ücretler düşecek ve dolayısıyla sermaye sahipleri düşen reel ücret ortamında emek taleplerini arttıracak ve işsizlik massedilecektir.

Son olarak ise ekonomi yazınında “ Say Yasası” olarak bilinen “her arz kendi talebini yaratır” durumunu inceleyelim. Bu durumda ekonominin ürettiği tüm mal ve hizmetlerin talep edilebilmesi için ekonomik birimlerin ellerine geçen tüm gelirlerini tasarruf etmeden harcamaları gerekmektedir. Aksi takdirde, üretilen mal ve hizmetlerin bir kısmı talep edilmeyecek ve stoklardaki yerine alacaktır ve dolayısıyla da işsizlik ortaya çıkacaktır. Bu da klasiklerce istenmeyen bir durumdur.

Piyasa ekonomisi bireysel çıkarların söz konusu olduğu bir düzendir. Bu ekonomide etkinlik devletin piyasayı düzenleyip gerektiğinde müdahale etmesiyle değil “ fiyat mekanizması” aracılığıyla sağlanmaktadır. Şöyle ki, serbest piyasada oluşan fiyat, ekonomik aktörlere ne kadar mal ve hizmet üretme fırsatı vereceğini ve tüketicilere de ne miktar mal ve hizmet talep etmesi gerektiği hakkında fikir verir. Devlet, bu sistemde, ekonomik hayata ancak sınırlı ölçülerde müdahale etme imkanı bulur.

18. yüzyılın ikinci yarısından 19. yüzyılın sonlarına kadar geniş bir ekonomi çevresince kabul gören klasik öğretisi, 20. yüzyılın başlarından itibaren önemini yitirmiştir. Çünkü, bu sistem 1929 ekonomik buhranının ortaya çıkardığı yetersiz üretim ve işsizlik gibi iktisadi sorunların çözümünde yetersiz kalmıştır. İşte tam bu noktada, Keynesyen İktisat ortaya çıkarak bu sorunlara talep yönlü çözüm önerileri getirmiştir. Onlara göre, ekonomideki yetersiz üretim ve işsizliğin nedeni talep yetersizliğidir. Dolayısıyla devlet tam bu noktada aktif iktisat politikaları uygulayarak talebi tekrar canlandırmalı ve dolayısıyla da talep yetersizliğinden kaynaklanan sorunları çözümlemelidir. Yani Keynesyenlere göre piyasa ekonomisi kendi işleyişine bırakılmamalı devlet gerektiğinde özellikle maliye politikalarıyla piyasaya müdahale etmelidir. Keynesyen politikalar 1950 ve 1960’lı yıllarda birçok ülke tarafından başarıyla uygulanmış ama 1970’li yıllara gelindiğinde giderek önemini kaybetmeye

başlamıştır ve fakat 1980’li yıllar tekrar bu politikaların gözde hale gelmesine neden olmuş ve ekonomik sorunları çare olacağı düşünülmüştür.

Serbestleşme ile kastedilen ticaretin ve/veya sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve bunu izleyen süreçte yurtiçi piyasa faaliyetlerinin ve/veya finansal varlıkların dışa açılmasıdır. Serbestleşme ile, piyasa güçlerinin fonksiyonlarını yerine getirebilmesi ve oluşan piyasa fiyatlarının üretimde kullanılan kaynakların fırsat maliyetini gösterebilmesi için ekonominin tüm piyasalarındaki engellerin kaldırılması amaçlanmaktadır.<sup>5</sup>

Bu çalışmanın daha iyi etüt edilebilmesi için ekonomik serbestleşme fikrinin arkasında yatan gerçekleri anlamamız ve teori ve politikaları bu şekilde değerlendirmemiz gerekir. Diğer bir deyişle teori ve politikaların özümsemesi teorinin gerisindeki fikir ve düşüncelerin anlaşılmasına bağlıdır. Bu nedenle, çalışmamızda öncelikle ekonomik serbestleşmenin tarihsel gelişimi ve arkasında ki temel iktisadi ekoller incelemek daha sonra ise ekonomik serbestleşmenin türlerinden olan finansal serbestleşmeye geçilecektir.

## **1.1.EKONOMİK SERBESTLEŞME FİKRİNİN DOĞUŞU VE GELİŞİMİ**

Liberal iktisadi öğretiyada *laisser-faire*, 18. yüzyıl sonunda Fransa’da ve İngiltere’de merkantilizme tepki olarak ve yeni doğan sını kapitalizmin sözcülüğünü yaparak ortaya çıktı.<sup>6</sup> İlk yıllarda Fransa’nın ekonomik yapısına uygun olan bu akım tarımsal kapitalizmin liderliğini yapıyordu. Daha sonraki yıllarda İngiltere ve Fransa’da başlayan sını kapitalizmin savunucusu konumuna geldi. Sanayileşme hareketlerinin ilk yıllarında girişimci sınıf daha fazla özgürlük ve tüm kısıtlamaların kaldırılmasını istiyordu. İşte tam bu süreçte girişimci sınıf, kendi fikir ve ideolojilerini benimsemiş ve kendisini haklı gösterecek bir fikir akımının doğuşuna sebep oldu. Fikir felsefesi, “iktisadi serbestlik”, politika görüşü de “laisser-faire oldu.”<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> M. Faysal Gökalp, “ Türkiye’de Liberalizasyon sürecinde Dış Ticaret Hadlerindeki Gelişiminin Analizi”, (Basılmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1998), s. 73.

<sup>6</sup> Kazgan, a.g.e., s.51.

<sup>7</sup> Vural Savaş, **İktisatın Tarihi**, Siyasal Kitabevi, 4.Baskı, Ankara, 2000, ss. 259-295.

Bilimsel İktisadın çıkış noktası kabul edilen Klasik liberal öğretiden bu yana liberal ekonomiyi savunan ve geliştirmeye çalışan birçok teoriler ortaya atılmış ve savunulmaya çalışılmıştır. Bu okullar temel olarak üç kategoride incelenebilir. Bunlar; Fizyokratlar, Klasik Okul ve Neo-Klasik Okul. Bu dönemden günümüze kadar ortaya atılan teorilerin temel görüşleri değişmemiş ve temel görüş olarak, iktisadi liberalizmin birey ve toplum refahını maksimumlaştıran en iyi düzen olduğu savunulmuştur. Çalışmamızda bu iktisat okullarının ilk ikisi Klasik Liberal Okullar başlığı altında incelenecek, son olarak ise Neo-liberal okulun liberal ekonomi ile ilgili görüşleri kısaca incelenecektir.

### 1.1.1 Klasik Liberal Okullar

İktisadi düşüncede okullaşmanın başlangıcı, 18. yüzyılın ikinci yarısında Fransa’da gelişen *Fizyokrasi* düşüncesidir denilebilir. Fizyokrasi öncesi bir iktisadi düşünce olan merkantilizm, ticari kapitalizmi ve mutlak monarşilerin düşünce sistemini yansıtmaktaydı. Fizyokrasi ise tarımsal üretimi ön plana çıkartan Fransız reformcuların bir öğretisi olmuştur. Fizyokratlar, merkantilistler gibi “servet”in kaynağını aramakta, fakat bunlardan farklı olarak, servetin mübadeleden değil, üretimden doğduğunu ileri sürmüşlerdir.<sup>8</sup> Doğal düzeni savunan Fizyokratlara göre, toplumsal ve ekonomik kurallar doğal bir kanun gücüyle oluşur. Üretimde tek verimli alan tarımdır. Tarım tüketilenden daha fazla üretime yol açar. Oluşan bu fazlalık Fizyokratlar’ca net hasıla olarak ifade edilir.<sup>9</sup> Tek verimli alan tarım olduğundan vergi, sadece tarımdan alınmalıdır. Ayrıca, değer kaynağını tarım olarak tanımlamışlar ve ihracatın kaynağının tarım olduğunu ileri sürmüşlerdir. Modern iktisadın günümüzde kabul ettiği bazı kavramların ilk işaretlerine onlarda rastlanır. Örneğin, gayrisafi üretim değeriyle safi hasıla arasındaki farka işaret ederek, üretimle gelir arasındaki özdeşliği açıklamışlardır.

Ekonomik serbestleşmeye ilişkin açıklamalar Fizyokratlardan sonra Klasik öğretiden tarafından sürdürülmüştür. Klasik öğretinin başlangıcı olarak A. Smith’in “Ulusların Zenginliği” kitabının basım tarihi olan 1776 yılını, sonunu ise J.S. Mill’in

---

<sup>8</sup> Kazgan, a.g.e., s.65.

<sup>9</sup> Aktan, a.g.e., s.19.



öldüğü 1873 yılı kabul edilirse bu öğretiyi yaklaşık olarak yüzyıl gibi bir zaman içinde egemenliğini sürdürmüştür. Klasik iktisadın felsefi temelini “doğal düzen” ve “ faydacı felsefe” oluşturur. Klasik iktisadi düşüncenin temel görüşleri ilk bölümde ana hatlarıyla anlatıldığı için bu bölümde klasik serbest dış ticaret teorisinin genel çerçevesi hakkında bilgi verilecektir.

Klasik serbest dış ticaret teorisi, bireysel çıkarların daima uyuşması tezinin, ülkeler arası ticarete de uygulanmasıdır. Bu teori, devletler arası serbest mal ticaretinden, her iki tarafında fayda sağlayacağı tezine dayanır. Ekonomide, kendiliğinden dış dengeyi sağlayacak piyasa güçlerinin bulunduğu savunulur. Serbest dış ticaret Fizyokratlardan itibaren değer görmüş ve daha sonra klasik iktisatçılar tarafından da savunulmaya devam edilmiştir.

Smith’e göre, toplam dünya serveti sabit değildir. Dış ticaret, uluslararası uzmanlaşma ve işbölümü doğurarak dünya kaynaklarının verimliliğini artırır, böylece dünya üretimi ve refahının yükselmesine yol açar.<sup>10</sup> Dolayısıyla Smith, Merkantilizm’in uluslararası ticarete bir taraf kazanıp diğer tarafın kaybetmesi tezini reddetmiştir. Çünkü, Smith’in analizine göre, serbest ticaretten her iki taraf da kazançlı çıkar. Adam Smith serbest dış ticaret ve uluslararası uzmanlaşmanın faydalarını “Mutlak Üstünlükler Teorisi” ile açıklar. Bu teoriye göre, bir ülke diğer ülkeye göre hangi malları daha ucuza üretiyorsa o malların üretiminde uzmanlaşmalı ve ürettiği bu malları ihraç ederek daha yüksek maliyetle ürettiği malları dış ülkeden ithal etmelidir. Burada Smith, maliyet kavramıyla sadece homojen bir faktör olan emeği kastetmiştir. Mutlak Üstünlükler teorisi ülkelerarası ticareti açıklamada gerçekten çok önemli bir mihenk taşı olmuştur. Ama bu teori, uluslararası ticaretin sınırlı bir bölümünü açıklayabilir. Açıklamakta yetersiz kaldığı nokta ise, gelişmiş ülkelerin kendi aralarında yaptığı ticaretin arkasında yatan nedenlerdir. O bakımdan uluslararası ticaretin günümüze kadar kabul görmüş gerçek temellerini yine bir klasik iktisatçı olan David Ricardo atmıştır.

Ricardo’nun klasik iktisada yaptığı en önemli katkı, “Mukayeseli Üstünlükler” teorisidir. Bu teoriye göre, her ulus kendisine en uygun malların üretiminde

---

<sup>10</sup> Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, Güzem Yayınları, Geliştirilmiş 15. Baskı, İstanbul, 2003, s.16.

uzmanlaşacaktır. Bu teorinin ortaya çıktığı dönemde serbest ticaretin bir ülkeye faydalı olmasının şartı; bir ülkenin kendisinin daha ucuza üretmediği malları diğer ülkelerden ithal etmesi idi. İşte Ricardo ile birlikte bu görüş çürütülmüş ve yerini Mukayeseli Üstünlükler teorisine bırakmıştır. Bu teoriye göre, iki mal ve iki ülkenin var olduğu bir ekonomide eğer bir ülke her iki malın üretiminde de üstünlüğe sahipse o taktirde, bu ülke göreceli olarak daha ucuza ürettiği malı ihraç etmeli , göreceli olarak daha pahalıya ürettiği diğer malı ithal etmelidir. Bu şekilde yapılan bir ticaretten her iki ülkede kazançlı çıkacaktır. Ricardo'nun ortaya attığı bu teori günümüzün serbest ticaretinin temelleri sayılmaktadır. Ricardo, analizinde dış ticarete mübadele haddi sınırlarını çizmiş ve fakat bu haddin ne olmasını gerektiğini ortaya koyamamıştır. Bu J.S. Mill'i beklemiş ve daha sonra A. Marshall ile kesin ifadesini bulmuştur.

Neo-Klasik iktisatçılar, klasik iktisadın temel ilkelerine bağlılıklarını koruyarak, klasik değer teorisi ve toplumsal ahenk yaklaşımı konularında yeni yorumlar getirmişlerdir. Neo-Klasik iktisatçılar; değer, fiyat, gelir, vergileme, denge gibi tüm iktisadi oluşumlar içinde bireyi ve bireysel faydayı ön plana çıkarmışlardır.<sup>11</sup>Bu görüşü savunan iktisatçılarda serbest piyasa ekonomisini savunmuşlardır.

Neo-Klasik iktisatçıları takiben ortaya çıkan Keynesyen İktisat'ın temel çıkış noktası 1929 Büyük Buhranıdır. Keynes, klasik teoriyi eleştirmiş ve devletin ekonomiye aktif bir şekilde müdahale etmesi gerektiğini savunmuştur. Keynes'in savunduğu bu fikirler ekonomi çevresinde geniş kabul görmüş ve 1970'li yılların sonlarına doğru ortaya çıkan ekonomik sorunlara çözüm yaratamayınca değer kaybetmiş ve iktisatçılar yeni çözüm arayışlarına girmişlerdir. Bu aşamaya kadar gelişimini sürdüren liberal iktisat çağdaş liberal iktisatçıların katkılarıyla geliştirilmiştir.

### **1.1.2. Neo-Liberal Okullar**

1970'li yılların sorunlarına çözüm üretememesi Keynesyen iktisada alternatif iktisadi düşünceleri gündeme getirmiştir. Bu teoriler temelinde klasik iktisadi düşünceye dayanan ve bazı noktalarda onu eleştiren bir yapıya sahiptir. Neo-Klasikler, Klasiklere tepkilerini başlıca dört okul etrafında toplanarak dile getirmişlerdir. Bunlar

---

<sup>11</sup> Muhammet Akdiş, “ Liberal Ekonomi Düşüncesinin Çağdaş Yorumları ve Hayek'in Ekonomik Yaklaşımları”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, sayı:11, 1994, ss. 23-24.

sırasıyla Avusturya Okulu, Freiburg Okulu, Cambridge Okulu ve Virginia Okuludur. Bu okulları şimdi, kısaca sahip oldukları değerleri ve ekonomik amaçları bakımından inceleyelim.

Neo-Liberal düşüncenin gelişiminde etkili olan düşünce okulları arasında başta Avusturya İktisat Okulu gelmektedir. Friedrich von Weiser, Karl Menger, Böhm-Bawerk ve Friedrich A. Von Hayek bu okulun ilk temsilcileri arasında yer almaktadırlar. Bu görüşteki iktisatçılar, kapsamlı ekonomik planlamaya, sosyal adaletin devlet tarafından sağlanabileceğine karşı olup özel çıkar gruplarının baskısı altında demokratik toplumların yozlaşacağını belirtmektedirler. Diğer yandan, merkezi ekonomik planlamanın ekonomik faaliyetlerin etkinliğini bozduğuna, Pazar sürecinin merkezi planlamadan daha iyi sonuçlar doğurduğuna, ekonomik müdahalelerin ekonomik refahı arttırmayıp azaltacağına, ekonomik etkinlik açısından bilginin ve müteşebbisin önemli rol oynadığına inanmaktadırlar.

Neo-Liberalizmin gelişmesinde önemli rol oynayan düşünce okullarından bir diğeri ise Freiburg İktisat Okuludur. Bu okulun ilk temsilcileri arasında Walter Eucken, Franz Böhm gelir. Bu okulun üyeleri, piyasa ekonomisine ve rekabet kurumuna işlerlik kazandırılması, ekonomik düzenin temel kurum ve kurallarının oluşturulmasını amaç edinmiş ve piyasa ekonomisinin en önemli unsurunun rekabet olduğunu ve rekabetin devlet tarafından korunması ve teşvik edilmesi, gerektiğini ve fakat aksak ve yıkıcı rekabeti engellemesi gerektiğini savunmuşlardır.

Diğer bir okul ise, Chicago İktisat Okuludur. Bu okul görüş bakımından çok yakın iki önemli iktisadi düşünce okulunun gelişmesini sağlamıştır. Bunlar, Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi'dir.<sup>12</sup> Bu düşünce okulunun başlıca savunucuları arasında Milton Friedmen, Henry Simon, Karl Brunner, Monetarist ekol tarafında John Muth, Robert Lucas, Neil Wallace ve Thomas Sargent Rasyonel Beklentiler ekolünde yer alır. Bu iki benzer düşünce okulu, rekabetçi piyasa ekonomisinin en iyi ekonomik düzen olduğunu, ekonomik faaliyetler üzerinde para politikasının daha etkin olduğunu, para arzındaki artışların enflasyona yol açtığını; tüketici ve teşebbüs özgürlüğünü savunmuşlar, devletin ekonomiye müdahalelerinin azaltılması ve dolayısıyla serbest

---

<sup>12</sup> Aktan, a.g.e., s.62.

piyasa ekonomisine işlerlik kazandırılmasını savunmuşlardır. Ayrıca, devletin ekonomiye müdahalelerinin ekonomik refahı arttırmayıp, tam aksine azalttığını, ekonomik refahın kaynağının ekonomik özgürlük olduğunu söylemişlerdir.

Son olarak ise Virginia İktisat Okulunun fikirlerini kısaca ele alalım. Bu okulun kurucuları arasında James M. Buchanan, Gordon Tullock, Kenneth Arrow yer alır. Bu düşünce okuluna göre, devletin büyümesi, ekonomik ve politik sorunları ortaya çıkarır. Dolayısıyla en uygun devlet, sınırlı ve sorumlu bir devlettir. Ayrıca devletin ekonomiye doğrudan ve dolaylı müdahalelerinin azaltılması gerektiğini ve etkin işleyen bir serbest piyasa ekonomisinin oluşturulması gerektiğine inanmışlardır.

Görüldüğü üzere, Fizyokrat iktisat'ın ilk tohumlarını attığı liberal iktisadi düşünce zaman içerisinde Klasik iktisatçıların, özellikle Adam Smith'in görünmez el teorisi, ve Neo-Klasik iktisadi düşünce okulları tarafından geliştirilmiş ve günümüzde de bazı çağdaş liberal iktisadi düşünce okulları tarafından desteklenmektedir.

## **1.2. EKONOMİK SERBESTLEŞMENİN TÜRLERİ**

Küreselleşme kavramının alt boyutlarından bir tür olan ekonomik serbestleşme kavramının iktisat literatüründeki ele alınış biçimine bakıldığında “dış ticaretin serbestleşmesi” ve “finansal serbestleşme” olarak iki kategoride incelendiğini görüyoruz. Bu bölümde çalışmamızın temelini oluşturması bakımından finansal serbestleşme kavramının üzerinde daha ayrıntılı durulacak, dış ticaretin serbestleştirilmesine ilişkin kısa açıklamalar yapılacaktır.

### **1.2.1.Dış Ticaretin Serbestleştirilmesi**

Küresel ekonominin işleyiş düzenine bakıldığında ülkelerin serbest dış ticaret politikasını benimsemelerindeki temel amacın, ekonomilerinin dış dünya ile eklemlenmesini sağlamak ve dış ticaretin sağladığı küresel refah pastasından rekabet güçleri ölçüsünde pay almak olduğu görülür.

Her ülke içerisinde bulunduğu uluslararası rekabetin zararlarından korunmak için kendi iç dinamiklerini de göz önüne alarak bazı koruma yöntemlerine başvurur. Bu yöntemlere örnek olarak, gümrük tarifeleri ve ithalat kotaları sayılabilir. İşte ticari

serbestleşmenin amacı, tüm bu kontrolleri kaldırmak ve uluslararası alanda serbest ticaret anlayışını benimsemektir. Serbest ticareti savunanların görüşleri uluslararası uzmanlaşmanın karşılıklı faydaları üzerinde toplanmaktadır. Buna göre, uluslararası ticarete maksimum etkinliği sağlayacak anahtar rol “fiyat mekanizması”na aittir. Bu anahtar, optimum kaynak dağılımını sağlayarak küresel üretimi maksimumlaştıracak ve bu da bütün ülkelere fayda sağlayacaktır.

Ticari serbestleşme olgusu 1970’li yıllarda yaşanan kriz dönemi sonrasında gündeme gelmiş olsa da, kökeni çok eskilere dayanmaktadır. XVI. yy’ da tüccarları insanlığın en faydalı grubu sayan Merkantilizmin önemini arttırmasını takiben, ülkeler arasındaki serbest ticaretin, aktör olarak ticarete giren bütün taraflar içinde faydalı olup olmadığı veya hangi taraf için daha faydalı olduğu konuları yoğun olarak tartışılmaya başlanmıştır. Merkantilistlerden itibaren, günümüze kadar yapılan tartışmalarda ön plana çıkan görüşlerin bir kısmı “serbest ticaretin her zaman , büyük ya da küçük olsun, ticarete katılan bütün ülkeler için aynı oranda faydalı olacağını” savunmuş, diğer bir kısmı da “ serbest ticaretin gelişmiş ülkelerin faydasına olduğunu ve fakat az gelişmiş ülkelerin bundan zarar göreceğini” ileri sürmüştür.<sup>13</sup>

Klasik İktisat’ın öncülüğünü yaptığı liberalleşme olgusu Smith ile beraber ilk teorik temellerini bulmuş daha sonra Ricardo, Mill, Marshall gibi iktisatçılar tarafından geliştirilmiş ve daha sonra ortaya çıkan liberal görüşlü çağdaş iktisat okulları tarafından desteklenmiştir. Tüm bu liberal düşünürler, serbest ticaretin faydaları konusunda hemfikir oldukları bazı noktaları kısaca şu maddeler etrafında açıklamaktadırlar.<sup>14</sup>

- a. Serbest ticarete işbölümü ve uzmanlaşmadan yararlanmak suretiyle dünya kaynakları daha verimli ve etkin bir şekilde kullanılır.
- b. Geniş ölçekte üretim yapmanın doğal bir sonucu olarak birim başına üretim maliyeti azalır.
- c. Serbest ticaret, teknolojik buluş ve yenilikleri arttırır.

---

<sup>13</sup> İlhan Dağdelen, “ Liberalizasyon”, **Uluslar arası İnsan Bilimleri Dergisi**, 2004, Erişim: 16.11.2006, <http://www.insanbilimleri.com/makaleler/ekonomi/Liberalizaston.pdf>, ss. 14-15.

<sup>14</sup> Aktan, a.g.e., ss.53-54

- d. Serbest ticaret, iç ticarete eksik rekabet oluşumlarını ve haksız rekabeti ortadan kaldırır.

Tüm bu faydalarının yanında birtakım sakıncalarının olduğu da savunulmaktadır.<sup>15</sup>

- I. Serbest ticaret, ülke ekonomisinde yeni kurulan ve gelişen sanayilerin korumasız bırakılmasına ve bunun sonucunda sanayinin çöküşüne neden olabilir.
- II. Serbest ticaret, özellikle sermaye malları ithal eden ülkelerde ödemeler bilançosundaki veya daha dar anlamda dış ticaret bilançosundaki açıkların artmasına neden olabilir.
- III. Serbest ticaret özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından dışa bağımlılığı arttırabilir.

1930'lu yıllarda yaşanan ekonomik bunalımın ardından ülkeler kendi içine kapanmayı, bireysel davranarak büyük bunalımın getirdiği sorunlara yönelmeyi tercih etmişlerdir. Bu da dünya ticaretinde işbirliğinden uzaklaşılmasına neden olmuştur. Ülkeler kendi sanayilerini korumak ve dış ödemeler dengesi problemini çözmek için gümrük tarifelerini yükseltme yoluna gitmişlerdir. Ancak aynı dönemde sanayisi yeni yeni gelişmekte olan batılı ülkeler, dış ticaretteki durgunluktan büyük rahatsızlık duymuşlardır. 1945 yılında İkinci Dünya Savaşı'nın sona ermesinden sonra Amerika Birleşik Devletlerinin öncülüğünde uluslararası ekonomik, sosyal ve siyasi yapılanma hedefi çerçevesinde önce Birleşmiş Milletler Örgütü, ardından dünya ekonomisinde piyasa koşullarının işlerliğini sağlamak üzere Uluslar arası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası (IBRD) kurulmuş, uluslararası ticaretin serbestleşmesi hedefine yönelik olarak Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması(GATT) imzalanmıştır.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> Aktan, y.a.g.e., s. 54.

<sup>16</sup> SEYİDOĞLU, Halil., **Uluslar arası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, Güzam Yayınları, Geliştirilmiş 14.b., İstanbul, 2001. ss. 55-200.

1948 yılında imzalanan GATT, dış ticaretin serbestleştirilmesi çerçevesinde faaliyet göstermiştir. Dış ticarete rekabetin mal kalitesini arttıracığı, fiyatları düşüreceği, böylece dış ticaret hacminin artacağı düşüncesi ile dış ticaretin serbestleşmesinin önündeki engel olan gümrük tarifelerinin düşürülmesi, tarife dışı engellerin kaldırılması, karşılaşılabilecek diğer engellerin ve farklı muamelelerin ortadan kaldırılması GATT' ın temel amaçlarıdır. Bir başka deyişle, üyelerinin hayat seviyelerini yükseltmek, reel gelir ve efektif talepte istikrarlı bir büyüme ile dünya kaynaklarının tam kullanımını sağlamak ve dolayısıyla da uluslararası ticaretin serbestleştirilmesini sağlamaktır.

GATT kuralları ve anlaşmaları, 1986 ve 1994 yılları arasında gerçekleştirilen Uruguay Round Ticaret Müzakerelerinde dünya ticaretinin değişen koşullarına uyum sağlamak amacıyla değiştirilmiştir. Bu amaçla 15 Nisan 1994 tarihinde Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) kurulmuştur. DTÖ'nün görevleri ve kapsamı GATT' tan daha geniş ve yaptırım gücü daha yüksek bir kurum niteliğindedir.<sup>17</sup> DTÖ, uluslararası ticaretin genişlemesini hedeflemektedir. Sistemin temel amacı, ihracatçı kuruluşların mal ve hizmetlerini diğer ülkelere güven içinde pazarlanmasını ve serbest piyasa ekonomisinin işlerliğinin sürdürülebilirliğini sağlamaktır. Günümüze baktığımızda ise küresel serbest ticaretin tam olarak serbest olmadığını görmekteyiz. Çünkü, mallar üzerindeki tarife ve kotalar indirilirken, tarife dışı engeller önemli boyutlara ulaşmıştır.

Dış ticaretin serbestleştirilmesi sürecini ana hatlarıyla ele aldıktan sonra şimdi de dış ticaretin serbestleştirilmesinin daha ileri aşaması olan finansal serbestleşme kavramını ele alıp inceleyelim.

### **1.2.2. Finansal Serbestleşme**

Ulusal ve uluslararası sisteme ilişkin yeni düzenlemeler, günümüzde dünyada ki devletlerin temel problemleri arasındadır. “ Finansal Liberalizasyon” olgusu da geçtiğimiz yüzyılın son çeyreğinden itibaren bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan

---

<sup>17</sup> Ali Turhan, “ Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ)”, Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjoktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Ankara, 1997, Erişim: 13.12.2006, <http://ekutup.dpt.gov.tr/ticaret/turhana/dto.html>.

ülkenin ekonomilerinde uyguladığı bir yöntem olmasının yanı sıra, kimilerince son dönemlerde ortaya çıkan ekonomik, siyasi ve yönetsel kriz zincirlerinin nedeni olarak gösterilmektedir.<sup>18</sup> Teorik temelini Stanford Okulu'nun tanınmış iktisatçılarından Mc Kinnon (1973) ve Shaw (1973)'un çalışmalarından alan "*finansal liberalizasyon kuramı*", Neoklasik Finans Teorisi'nin geliştirmekte olan ülkelere uyarlanmış versiyonudur. Finansal Liberalizasyonun, tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını düzenleyeceği ve faiz oranlarını ülkeler arasında eşitleyeceği varsayımından hareket eden teorisin temel önerisi şudur: Finansal baskının kalkması ve finansal derinleşmenin sağlanması etkin kaynak dağılımını sağlar ve ekonomik gelişmeyi hızlandırır.<sup>19</sup>

Finansal liberalizasyon, genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık ve finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akınlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir.<sup>20</sup>

Bu anlatılar ışığında finansal serbestleşmeyi dar ve geniş olarak iki kategoride tanımlayabiliriz. Dar anlamda finansal serbestleşme, mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması olarak tanımlanabilir. Geniş anlamda ise, döviz kontrollerinin kaldırılması veya azaltılması; yerleşiklerin yabancı piyasalara girmelerine izin verilmesi, yabancı kuruluşların ulusal finans sistemine giriş önündeki engellerin kaldırılması ve finansal kazançlar üzerindeki yüksek oranlı vergilerin azaltılması gibi unsurları kapsamaktadır. Bu çerçevede söz konusu sürecin altı temel boyutunun olduğu söylenebilir.<sup>21</sup>

- i. Kredi kontrollerinin kaldırılması,
- ii. Faiz oranlarının deregülasyonu<sup>22</sup>,

---

<sup>18</sup> İlhan Dağdelen, a.g.m. , s.20.

<sup>19</sup> John Williamson ve Molly Mahar, **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme**, Çeviren: Güven Delice, Liberte Yayınları, Eylül 2002, s.8.

<sup>20</sup> Serap Durusoy, "Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri", **Dış Ticaret Müsteşarlığı Dergisi**, 2004, Erişim: 11.10.2006, [http:// www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm](http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm).

<sup>21</sup> Williamson, Mahar, a.g.e., ss.15-16.

\* Deregülasyon kavramı, kısıtlayıcı önlemlerin ortadan kaldırılması anlamına gelmektedir.



- iii. Bankacılık sektörüne veya daha geniş olarak finansal hizmetler endüstrisine giriş serbestisi,
- iv. Banka otonomisi\*,
- v. Bankalar için özel mülkiyet,
- vi. Uluslararası sermaye akımlarının liberalizasyonu.

1970’li yıllardan günümüze birçok ülke finansal serbestleşme yoluna gitmiştir. Bu çabaların temelinde birçok neden bulunmasına rağmen, en önemli neden olarak, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere göre sermaye fakiri olması ve gelişmiş ülkeler üzerindeki finansal kısıtlamaların bu ülkelerdeki kaynak dağılımını bozması ve sürdürülebilir büyüme oranlarına ulaşamamasıdır. Finans piyasalarının serbestleştirilmesinde kamu otoritelerinin aşağıdaki unsurları göz önünde tuttuğu söylenebilir.<sup>23</sup>

- Mali piyasalarda rekabetin artırılması ve böylece sermayenin ve finansal hizmetlerin maliyetinin düşürülmesi,
- Yatırımcı kesimlerin fon sağlama imkanlarının yanı sıra tasarrufçu kesimlerinde yatırım alternatiflerinin artırılması,
- Mali piyasalarda fiyatların ve sermaye dağılımının daha etkin hale getirilmesi,
- Sınırlamaların kaldırılması konusunda ulusal ve uluslararası piyasa katılımcılarından gelen baskılar,
- Mali piyasaların ulusal ve uluslararası düzeyde daha rekabetçi hale gelmesinin sağlanması,

---

\* “Banka otonomisi” terimi, banka yöneticileri ve diğer çalışanların nasıl atanacakları ve onlara ne kadar ödeme yapılacağı; nerede şube açılıp, hangi şubelerin kapatılacağı ve bankanın hangi tür işlerle uğraşabileceği gibi konuları belirlemede bankaların iç idari prosedürlerinin kullanılması anlamında kullanılmaktadır.

<sup>23</sup> Ali Alp, **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri Ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul, 2002, s. 96.

- Yeni koşullara ve finansal yeniliklere daha açık olunması,
- Gerektiğinde kamunun daha rahat fon yaratabileceği gelişmiş bir sermaye piyasasına sahip olunması,
- Uluslar arası sistemde yer alıp, yatırımlar için gerekli sermayenin sağlanması.

Finansal liberalizasyon kavramı literatürde iki ana alt başlık altında incelenmektedir. Bunlar, “İç Finansal Liberalizasyon” ve “ Dış Finansal Liberalizasyon” olarak iki boyutta ele alınabilir.

### **1.2.2.1. Yurtiçi Finansal Serbestleşme**

Yurtiçi finansal serbestleşme, bir ülkede devletin elinde bulunan kontrol mekanizmalarının kaldırılması anlamında ilk olarak, nominal faiz oranlarının devletin kontrolünden çıkartılıp bankalar tarafından piyasa da oluşan arz ve talebe göre belirlenmesinin sağlanmasıdır.

Finansal sektörü serbestleştirmeye yönelik ilk çalışmalar, 1970’lerin sonlarında Arjantin ve Şili’de gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. Bu ülkeler ilk olarak faiz oranı kontrollerini kaldırdılar, devlet bankalarını özelleştirdiler ve bankacılık sektörünün yeterince rekabetçi güce erişmesini beklemeden uluslararası rekabete açtılar. Kısa bir süre sonra ise sermaye kontrollerini kaldırarak ülkeye büyük bir sermaye girişine ve dış borç yükünün artmasına neden oldular. Dolayısıyla da her iki ülke 1980’lerin başında şiddetli makroekonomik krizlerle karşılaştılar. Bu başarısızlığı gören ekonomi çevreleri, bu başarısızlıkların reform programlarının yanlış sıralanması açısından açıklamaya çalışan bir literatür geliştirme çabası içine girdiler.

Geleneksel görüş<sup>\*</sup>, yurtiçi finansal sistem deragülasyona tabi tutulmadan önce, reel sektör reformlarını tamamlama, ölçülü denetimin olduğu sağlam bir sistem geliştirme ve makroekonomik ortama istikrar kazandırmanın gerekliliğini öne sürmeye

---

\* Geleneksel görüş, finansal liberalizasyona başlamadan önce makroekonomik istikrara ( yani mali açığın GSMH’nin % 5’inin altında olması ve enflasyonun % 10’dan düşük olması), ticari liberalizasyona ve daha güçlü ölçülü düzenlemelere vurgu yapar. Sermaye akınları konusunda geleneksel görüş, finansal serbestleşmeye başladıktan iki yıl sonrasına kadar sermaye kontrollerinin korunması şeklinde yorumlanır.

başlamıştır.<sup>24</sup> Söz konusu yaklaşım, kamu mülkiyetinin baskın olduğu ve özellikle banka kredi verme kararlarında devletin dolaylı yönlendirmelerinin devam ettiği bir ekonomide bankacılık sektörünün serbestleşmesinin beklenen sonuçları veremeyebileceğini savunmaktadır. Bu nedenle, yurtiçi finansal liberalizasyon sürecinde, özellikle bankacılık sektöründe, kamu teşebbüslerinin rolünün azaltılması büyük önem taşımaktadır.<sup>25</sup> Ancak bu temel oluşturulduktan sonra piyasaya dayalı faiz oranlarını yürürlüğe koymaları ve krediler üzerindeki kontrolleri kaldırmaları önerildi.

Geleneksel görüş, makroekonomik istikrar kurulup, reel reformlar tamamlanıp ve bir denetleme sistemi oluşturulduktan hemen sonra, ülkelerin faiz oranlarını ve kredi akımlarını liberalize etmeleri gerekliliğine yönelik vurgusunu devam ettirirken, başka koşullarında gerekliliğini öne süren görüşler ortaya atıldı.<sup>26</sup> Bu görüşlerden birisine sahip olan *Caprio* , faiz oranlarının ancak şu koşullar altında liberalize edilmesi gerektiğini öne sürmektedir.

1. Bankaların pozitif net değerli olması,
2. Banka yöneticilerinin, kredi risklerini değerlendirme kabiliyetleri açısından yeterli deneyime sahip olmaları,
3. Finansal piyasaların standart koşullara ilaveten rekabet edebilir durumda olmaları.

Yukarıda sayılan önerileri yok denecek kadar az ülke uygulamaya çalışmıştır. Bir çok ülke iç finansal serbestleşmeyi sağladıktan sonra uluslararası finansal piyasalara eklenmek için dış finansal liberalizasyona yönelmişlerdir.

#### **1.2.2.2. Yurtdışı Finansal Serbestleşme**

Yurtdışı finansal liberalizasyon, ülke içindeki bireylerin döviz cinsinden varlık ve mevduat edinmesini kolaylaştıran ve bununla birlikte yurtdışına döviz çıkarabilmelerini ve yurt dışından kolayca borçlanabilmelerini sağlayan; yurtdışı

<sup>24</sup> Williamson , Mahar, a.g.e., s.47.

<sup>25</sup> Burcu Bilir, **Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri**, T.C Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat A.B.D Para-Banka Yüksek Lisans Programı Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2006,s. 16.

<sup>26</sup> Williamson, Mahar, y.a.g.e., s.54.

yerleşiklerin ise ulusal piyasalarda kolayca işlem yapabilmelerini sağlayan bir süreçtir. Bu süreçte yabancılar ulusal finans piyasalarında serbestçe borç verip kredi kullanabilmekte ve yatırım yapabilmektedirler.

Dış finansal serbestleşme ekonomi yazınında daha çok sermaye hareketlerinin serbestleşmesi olarak algılanmaktadır. Bu bağlamda, yurtdışı yerleşiklerin ulusal piyasalara doğrudan yapmalarının dışında portföy yatırımı yapmaları da dış finansal serbestleşmenin en önemli unsurlarından birisidir.

Bernard Fischer ve Helmut Reisen (1992) sermaye akımlarını; ülke dışında ve ülke içine yönelik yatırımlar, uzun vadeli ve kısa vadeli akımlar ve banka-banka dışı akımlar şeklinde kısımlara ayırmaktadır.<sup>27</sup> Yazarlar, uzun vadeli, içe yönelik ve ticaretle bağlantılı akımlar üzerindeki sermaye kontrollerinin hemen serbestleştirilmesi fikrini savunmaktadırlar. Çünkü, bu akımların liberalizasyonunun, kalkınmanın başlangıç aşamalarında bile yararlı olabileceği düşüncesine sahiptirler. Kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin ancak sağlam bir kamu maliyesi kurulduktan, yurtiçi faiz oranları üzerindeki kontroller kaldırıldıktan sonra kaldırılmalıdır. Yurtiçi finansal sisteme yönelik serbestleşme sağlandıktan ve sermaye piyasalarında derinleşme ve kurumsallaşma ve yurtiçi bankaların mali yapısı rekabet edebilir hale getirildikten sonra yabancı bankalara ve sermayeye yönelik kontrollerin kaldırılmasından yana olmuşlardır.

Dolayısıyla yukarıda anlattıklarımızı şöyle özetleyebiliriz, ülkeler dış finansal liberalizasyon politikaları kapsamında, uluslararası finansal piyasalar ile bütünleşmesinin sağlanmasını ve döviz kurlarının müdahalelerden arındırılarak piyasa koşullarında belirlenmesini temin ederek temelde dışarıdan sermaye girişini sağlamayı amaçlamışlardır.<sup>28</sup>

Finansal küreselleşmenin itici gücü olan finansal serbestleşmenin benimsenmesinin arkasındaki iktisadi rasyonel şöyledir, eğer dünyanın iki kutuptan, birisi ele alınan ülke diğeri ise ülke dışındaki tüm piyasalar, oluştuğu düşünülürse ve

---

<sup>27</sup> Fischer Bernhard, and Helmut Reisen, **Towards Capital Account Convertibility**, OECD Development Centre Policy Brief, No:4, 1992, p.23.

<sup>28</sup> İlhan Dağdelen, a.g.m., s. 24.

herhangi bir zamanda ve herhangi bir sebeple ilgili ülkede tasarruf darboğazı var ise, o ülkede sermayenin sermayenin fiyatı, yani faiz getirisi, yükselecek ve dış alemdeki tasarruf fazlaları bu rant dan faydalanmak için ilgili ülkeye akacaktır. Bu sermaye akımı iki bölge arasındaki faiz oranları eşitleninceye kadar devam edecektir.

Dış finansal serbestleşme, sermayenin hem girişini hem de çıkışını koşulsuz kabullenmeyi gerektirir. Yani sermaye hareketleri üzerindeki tüm kontrol ve kısıtlamaların kaldırılmasını gerektirir. Bu serbestleşmeyi kabullenen ülkelere, sermayenin girişi ve çıkışı üzerindeki kontrolleri kaldırmanın önkoşulu olarak bazı reçeteler sunulmuştur.

1980'ler de yoğunlaşarak uygulanan süreçte sermaye girişleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasının ön koşulu olarak şunlar önerilmiştir<sup>29</sup>;

- ✓ Sermaye kontrolleri kaldırılmadan en az iki yıl önce ticari serbestleşmenin başlatılması,
- ✓ Kontrollerin kaldırılmasına kadar olan üç yıl içinde , ortalama mali açığın GSYİH'nın % 5'inden daha az olması,
- ✓ Deregülasyondan en az iki yıl önce, yurt içi finansal serbestleşmenin başlatılması,
- ✓ Deregülasyondan en az iki yıl önce, yerli ve yabancı bankaların bankacılık sektörüne girişlerinin serbestleştirilmesi,
- ✓ Bankacılık sektöründe kamu mülkiyetinin deregülasyondan en az iki yıl önce % 40'ın altına düşürülmesi,
- ✓ Piyasa esaslı bir finansal göre uyarlanmış, ölçülü bir düzenleme ve denetleme sisteminin oluşturulması.

Diğer taraftan sermaye çıkışları için uygun olduğu düşünülen ön koşullar ise şöyledir<sup>30</sup>,

---

<sup>29</sup> Williamson, Mahar; a.g.e., s.59.

- Yurtiçi faiz oranlarının liberalizasyonu,
- Sürekli olduğu algılanan bir politik rejim,
- Kontrollerin kaldırılmasından önceki üç yılda GSYİH' nin % 5'inden daha fazla bir mali açık olarak tanımlanan mali disiplin,
- Vergi tabanındaki aşınmayı sınırlamaya yönelik düzenlemeler.

Tüm bu tavsiyeler sonucunda, birçok ülkenin sermaye çıkışları üzerindeki kısıtlamaları yukarıda saydığımız politik tavsiyelerle uyumlu bir şekilde gevşettiği görülmekle birlikte, çok sayıda ülke bankacılık sektöründe rekabeti veya güvenilir bir ölçülü düzenleme sistemini yerleştirmeden önce kısa vadeli sermaye hareketlerini liberalize ettiği görülmüştür.

Ülkelerin finansal serbestleşmeden bekledikleri diğer faydaları ise şöyle sayabiliriz.<sup>31</sup>

- ✓ Sermaye hareketlerinde serbestleşmenin getirdiği rekabet nedeniyle, sermaye piyasasının uzmanlaşmayı teşvik etmesi ve uluslararası ticarete verimliliğin artışı,
- ✓ Tasarrufların en verimli alanlarda kullanılması ve ekonomideki kaynakların etkin kullanımı,
- ✓ Bireylerin, portföy çeşitlendirilmesi yoluyla yurt içi şoklardan etkilenmeyen istikrarlı bir gelir elde etme imkanına sahip olabilmeleri,
- ✓ Sermayenin serbest dolaşımı sağlandığında uzun dönemde faktör gelirlerinin eşitlenmesi yönünde bir eğilim olması olarak sıralanabilir.

Bugün global dünya ekonomisine baktığımızda uygulanmaya başlanan finansal serbestleşmenin bir sonucu olarak, sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kalkmasıyla birlikte bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler sermaye piyasalarının entegrasyonunda önemli rol oynayıp sermayenin küresel düzeyde daha hareketli

---

<sup>30</sup> Williamson, Mahar, y.a.g.e.,s. 61.

<sup>31</sup> Muhsin Kar, Akif Kara, “ Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, DTM Dergisi, Sayı:29, 2003, Erişim: 24.10.2006, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2003/sermayeyuzde20hareketleri.htm>

olmasına neden olmuştur. Bu süreçte finansal piyasalarda yeni türev araçlar ortaya çıkmış, örneğin swap, opsiyon, futures...vb, ve küresel piyasa oyuncularına riskleri daha iyi yönetebilme, işlem maliyetlerini azaltma ve kolay rant sağlamanın yolunu açmıştır.

## 2. FİNANSAL SERBESTLEŞME

1980’li yıllarda uluslararası sistemde meydana gelen yeniden yapılanmanın bir uzantısı olarak önem kazanan ve çok yönlü bir etkiye sahip küreselleşmenin ekonomik boyutunun bir diğer ayağını oluşturan (birinci ayak üretimin libelleşmesi) finansal serbestleşme, “ ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlamalardan arındırılarak uluslararası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması ” şeklinde tanımlanmaktadır. Dikkat edilirse finansal serbestleşme hem küreselleşmenin bir parçası hem de küreselleşmeyi hızlandıran önemli bir unsuru oluşturmaktadır. Nitekim finansal piyasaların bütünleşmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda faiz ve kur dalgalanmalarına imkan tanınması üretimin serbestleşmesinde önemli bir rol oynamaktadır.<sup>32</sup>

Finansal serbestleşme politikaları, McKinnon ve Shaw’ın öncülüğünde temeli atılan ve daha sonra Kapur, Galbis ve Mathieson gibi ekonomistlerce geliştirilen finansal serbestleşme teorisine dayanmaktadır. Bu iktisatçılara göre, ekonomik serbestleşmenin amacı ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır ve bunu da sağlamanın iki yolu vardır.<sup>33</sup>

Birincisi, faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla birlikte ekonomide tasarruflar artar ve kişiler gelirlerinin büyük bir kısmını finansal aktif biçiminde tutmaya başlarlar. Finansal aktif stokunun artması likidite ihtiyacının azalmasına yol açar ve yatırımlar

---

<sup>32</sup> Serap Durusoy, a.g.m., s. 2.

<sup>33</sup> Bülent Güloğlu, A. Ender Altunoğlu, **Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye**, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27, Ekim, 2002, s.3.

için gerekli kredilerin bulunmasını kolaylaştırır. Faiz oranlarının artması girişimcilerin yatırım talebini bir miktar olumsuz etkilese de, ekonomide ödünç verilebilir fonların miktarı artacağından yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme artar. Ancak mevduat faiz oranı, sermayenin marjinal verimlilik oranını aşmamalıdır. Eğer aşarsa girişimciler yatırım yapmak yerine faiz geliri elde etmeyi tercih ederler.

İkinci olarak, finansal serbestleşmeyle birlikte yatırımların finansmanı için, iç ve dış kredi bulma olanakları artar. Mevcut bankacılık sistemi, yatırılabilir kaynakların sadece bir kısmını yatırıma dönüştürse bile, tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde büyük rol oynar. Sonuçta, yatırımların hacmi artarak ekonomik büyüme hızlanır.

Şimdi de yukarıdaki açıklamaları daha iyi analiz edebilmek için finansal serbestleşme teorisine yapılan teorik katkıları ana hatlarıyla inceleyelim. Böylece, finansal serbestleşme sürecine farklı açılardan yaklaşım olumlu ve olumsuz yanlarını birlikte görebiliriz.

## **2.1. Finansal Serbestleşmeye Yönelik Yaklaşımlar**

Gelişmekte olan birçok ülkede para otoriteleri tarafından sürdürülmekte olan mali baskının ekonomik büyüme ve enflasyon üzerindeki etkileri, ekonomistler arasında derin görüş ayrılıklarına yol açan bir tartışma konusudur. Genellikle nominal faiz oranına, piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan mali baskıya son verilerek, faizlerin serbest piyasa koşullarında belirlenmesine olanak sağlayan finansal serbestleşmeye geçilmesi, 1970'lerden itibaren birçok gelişmekte olan ülkede uygulamaya konulan istikrar programlarının ayrılmaz bir parçası olmuştur.<sup>34</sup>

İktisat literatürüne baktığımızda finansal serbestleşme konusundaki tartışma temelde McKinnon-Shaw Yaklaşımı ve Yapısalcı Yaklaşım çevresinde yoğunlaşırken ayrıca, Neo-Keynezyen Yaklaşım, Post Keynezyen Yaklaşım, Spekülatif Gelişme

---

<sup>34</sup> Melih Nemli, “ Mali Liberalleşme: McKinnon-Shaw Yaklaşımı, Yapısalcı Yaklaşım ve Türkiye Örneği”, **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:5, 1990, ss. 58-59.



Modeli gibi teorik katkıları da görmekteyiz. Şimdi, bu yaklaşımların temel önermelerini ve görüşlerini kısaca açalım.

### 2.1.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımı

1970’li yılların başlarına kadar, tasarruf ve yatırım konusundaki literatür, temelde sanayileşmiş ekonomileri esas almış, aynı tür analizin gelişen ekonomiler için de geçerli olacağı kabul edilmiştir. Keynesyen ve Neo-Klasik yaklaşımlar, düşük faiz oranlarının yatırım ve büyümeyi teşvik edeceğini, büyük ölçüde gelir düzeyi tarafından belirlendiği kabul edilen tasarrufların ise olumsuz etkilenmeyeceğini öngörmüşlerdir. Bu yaklaşımlara göre, kalkınma sürecinin temel değişkeni yatırımlardır; tasarruf oranı ise dinamik bir biçimde ele alınmakta, yatırım sonucu gelir arttıkça, bu oranın yükseleceği varsayılmaktadır.<sup>35</sup>

McKinnon ve Shaw, bu görüşlere ilk eleştirileri getiren iktisatçılardır. Bu ikili, 1973 yılında birbirinden bağımsız olarak yayınladıkları kitaplarda ve daha sonra makalelerde finansal serbestleşme teorisinin “ finansal baskı” ve “ finansal derinlik” kavramı üzerine oturduğunu belirtmişlerdir. Bu iktisatçıların görüşlerine göre, genelde mali liberalizasyon özelde ise faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla tasarruf artışı ve daha verimli kaynak tahsisi sağlanarak ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkiler sağlanabileceklerdir. Bu açıdan bakıldığında 1980’li yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkeler, korumacı politikalarından çok liberal politikalara yönelmişlerdir. McKinnon<sup>36</sup> ve Shaw<sup>37</sup>, gelişmekte olan ülkelere kalkınmayı sınırlayan temel etken olarak, sermayenin düşük marjinal verimliliğini değil, yatırımların finansmanı için gerekli tasarrufların ve yatırılabilir fonların yetersizliğini görmekteyiz.

---

<sup>35</sup> Adnan Büyükdeniz, **Türkiye’de Faiz Politikaları**, Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları, İstanbul, 1991, s.21.

• Genelde mali sektördeki her türlü kısıtlamayı ve müdahaleyi kapsayacak şekilde kullanılan ve özelde negatif reel faiz politikaları şeklinde uygulanan iktisat politikaları McKinnon ve Shaw tarafından **mali baskı** olarak adlandırılmaktadır.

• Shaw, finansal derinlik kavramına şu şekilde bir açıklama getirmiştir, “ Reel faizlerin yüksek olduğu yerde, finans sistemi derinlik kazanır”. Bu noktada yüksek reel faizlerin finans sistemine girmemiş tasarrufları çekeceği ve yüksek kazanç sağlayacağından hareket edilerek bu sonuca ulaşılabilir.

<sup>36</sup> Edward S. Shaw, **Financial Deepening in Economic Development**, Oxford University Press, London, 1973, p.21.

<sup>37</sup> Ronald Mc Kinnon, **Money and Capital in Economic Development**, The Brookings Institution, Washington D.C. 1973, s.17.

Mc Kinnon ve Shaw, yaklaşımlarında ekonomik kalkınmanın ekonomik düşük olmasının temel nedeni olarak, karlı yatırım imkanlarının yetersizliğinden çok, tasarruf ve yatırılabilir fonların yetersizliğini göstermektedirler. Mc Kinnon'a göre yurtiçinde faiz hadleri serbest bırakıldığında toplam tasarruflar artar. Bankalarda mevduat olarak tutulan bu tasarruflar ise yatırımlar için kaynak oluşturur. Tasarruflar arttığı için, yatırımlarda artar, dolayısıyla büyüme sağlanır. Shaw'da aynı olayı finansal derinleşmenin sağlanması ve finansal aracılığın yoğunlaşması sayesinde finansal piyasaların etkinliğinin artması, işlem maliyetlerinin düşmesi, tasarrufların ve yatırımların hacminin artması şeklinde ifade eder. Söz konusu iki yaklaşım birbirini tamamlayıcı niteliktedir.<sup>38</sup>

Yazarlar sadece mali sektör üzerindeki baskının değil aynı zamanda mali sektörün dünya ile entegrasyonunu sağlayacak dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki baskılarında kaldırılmasını istemektedirler. Mc Kinnon öncelikle sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması, daha sonra dış ticaret, mali piyasalar ve mal piyasasının önündeki engellerin kaldırılması biçiminde bir sıralama bulunduğunu ifade eder. Her iki yazar da mali baskının en önemli unsurunun negatif reel faizler olduğunu belirtmektedirler. Negatif reel faizler tasarrufu azaltacaktır. Faizler arttırıldığı takdirde, tasarruflar artacak ve büyüme sağlanacaktır.

Özetlemek gerekirse, bu yaklaşım gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal baskı politikalarının, faiz oranları ve döviz kurları gibi finansal fiyatları bozduğunu; finansal olmayan varlıklarla karşılaştırıldığında finansal sistemin reel büyüklüğünü ve ekonominin büyüme hızını düşürdüğünü savunmaktadırlar.<sup>39</sup> Mc Kinnon-Shaw yaklaşımına göre, finansal açıdan baskı altına alınan bir ekonomide faiz oranlarının denge düzeyinin altında sabitlenmesi, tasarrufların ve dolayısıyla banka mevduatlarının azalmasına, yatırımların ise optimal düzeyinden düşük gerçekleşmesine yol açmaktadır.<sup>40</sup> Bu sorunlara çözüm olarak ise finansal piyasaların serbestleştirilmesini

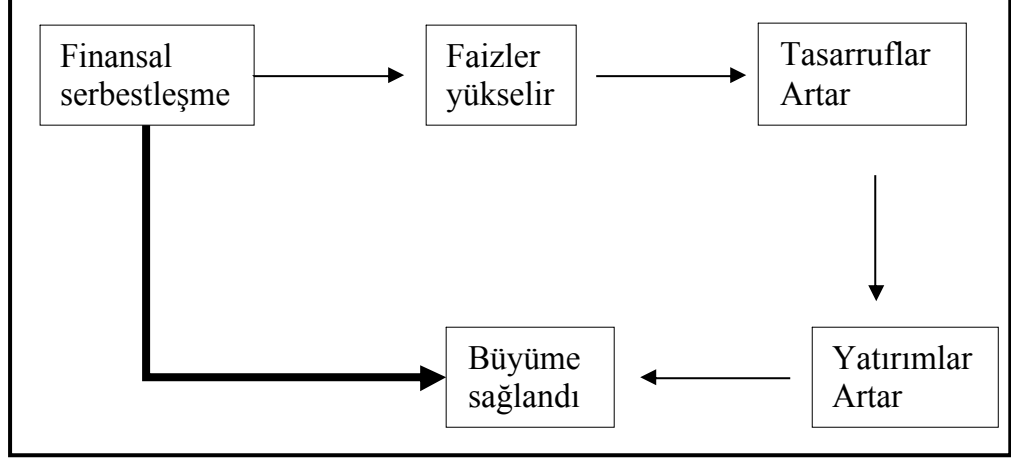
---

<sup>38</sup> Hasan Volkan Ank, **Asya Krizi ve Finansal Liberalizasyonun Yarattığı Etkiler Açısından Değerlendirilmesi**, T.C İstanbul Üniversitesi S.B.E Para-Banka A.B.D Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2001, s.71.

<sup>39</sup> Uğur Emek, "Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri", **Rekabet Dergisi**, Cilt:1, Sayı:3, 2000, s. 64.

<sup>40</sup> Baptiste Venet, "Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme: Literatüre Eleştirel Bir Bakış", Çev. Canan Özaltay, **İktisat Dergisi**, 2003, s. 62.

göstermişlerdir. Finansal piyasaların serbestleşmesi sonucunda mekanizma aşağıdaki gibi işeyecektir.



Şekil 1

#### Finansal Serbestleşmenin Etkisi (McKinnon-Shaw'a göre)

**Kaynak:** Bu çalışma için tarafımdan geliştirilmiştir.

Finansal serbestleşme sonucunda küresel piyasada serbest kalan sermaye, faizlerin düşük olduğu ülkeden yüksek olduğu ülkeye doğru akarak ülkeler arasındaki yatırım getirisini eşitleyecektir.

Bütün bu olumlu beklentilere karşın McKinnon-Shaw Yaklaşımının temel önermeleri genel olarak başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Çünkü, teorinin öne sürdüğü yükselen faizlerin küresel düzeyde yatırımların getirilerini eşitleyeceği tezi başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Ayrıca, yükselen faiz ortamında iç piyasadan borçlanmak zorunda bırakılan küçük ve orta boy işletmeler finansal borç çevrim sorunlarıyla karşılaşmış ve bu durumun giderek daha da kötüleşmesi sonucu hükümetler piyasalara müdahale etmek zorunda kalmıştır.

Ayrıca yapılan çalışma sonuçları göstermektedir ki, sermayenin uluslararası serbestleşmesi tasarrufların küresel tabana dengeli olarak yansıtılmasını sağlayamamıştır. Bununla beraber yatırımların getirileri arasında uzun dönemde de olsa

yakınlaşma görülmemiştir. Bunun temel sebebi olarak, ülkelerin uluslararası piyasalardaki risk primi düzeyinin farklılık göstermesinden kaynaklandığı söylenebilir.

Şimdi de McKinnon-Shaw Yaklaşımının temel önermelerine getirilmiş eleştirileri ana hatlarıyla inceleyelim.

### 2.1.2. Yapısalci Yaklaşım

McKinnon-Shaw'ın desteklediği finansal serbestleşme politikalarının teorik sonuçları ile uygulama sonuçlarının birbiriyle tutarsız olduğu görüldüğünden bu teorinin birçok eleştiri almasına neden olmuştur. Bu konuda yapılan eleştirilerin başında Taylor'un (1983) öncülük ettiği Yapısalci Yaklaşım gelir. Yapısalcilara göre, finansal serbestleşmenin sağlanmasıyla meydana gelen faiz artışları enflasyonun artmasına neden olacak ve ekonomik büyümeyi yavaşlatacaktır.

Fry'a (1988) göre, " yapısalci modeller", McKinnon-Shaw Modelinden farklı olarak beş temel üzerine kurulmuştur.<sup>41</sup>

- ✓ Ücretler, dışsal bir şekilde belirlenmektedir.
- ✓ Enflasyon, çalışanların ve sermayedarların görece ağırlığına göre belirlenmektedir.
- ✓ Tasarrufun kaynağı ücretler değil, kar'dır.
- ✓ Fiyatlar genel düzeyi, çalışma maliyetleri, ithalat ve üretken sermayenin finansmanı üzerindeki sabit oranlara göre belirlenmektedir.
- ✓ Gelişmekte olan ülkeler birincil madde ve ara malı ithalatlarına önemli oranda bağımlıdırlar.

Yapısalci yaklaşım, McKinnon-Shaw yaklaşımından farklı olarak ayrıca gayri resmi piyasaları da dikkate almıştır. Buna göre, kamu tasarruflarını resmi mali piyasalarda değerlendirmenin yanı sıra gayri resmi piyasalarda da değerlendirebilir. Yapısalci yaklaşıma göre, finansal serbestleşme sonucunda serbest bırakılan faiz

---

<sup>41</sup> Venet, a.g.m., s.65.

oranlarının yükselmesi ile resmi bankacılık kesiminde toplanan mevduat artarken, gayri resmi mali kesimde toplanan fonlar azalacaktır.<sup>42</sup> Sonuç olarak, yatırımlar düşecek ve ekonomik büyüme yavaşlayacaktır. Ekonomik büyümedeki bu yavaşlama toplam arzı aşağıya doğru çekecek ve yüksek faizler nedeniyle artan üretim maliyetlerine ilave bir enflasyonist etki ortaya çıkacaktır.<sup>43</sup>

Yapısalcı yaklaşımın en önemli sonucu, bir ülkenin sadece faiz oranlarını serbest bırakarak finansal piyasalarda istikrarı sağlayamayacağı, üstelik bu konuda ısrarcı olunursa ülke ekonomisini zaman içinde daha istikrarsız ve yabancı sermayeye bağımlı hale geleceğidir. Şimdi eleştirilerden bir diğerini oluşturan Neo-Keynesyen yaklaşımın karşı çıktığı temel noktaları kısaca anlatalım,

### **2.1.3. Neo-Keynesyen Yaklaşım**

Neo-Keynesyenler McKinnon-Shaw yaklaşımını öncelikle, tasarruf artışının yatırım artışını sağladığı şeklinde klasik bir anlayıştan yola çıktıkları için makro düzlemde eleştiriler. Keynesyeler için önemli olan efektif taleptir, yani büyümenin motoru efektif talebe bağlıdır. Tasarruf artışı, onlara göre, efektif talebin azalmasına neden olduğu için ekonominin durgunluğa girmesine neden olur. Eleştiri getirdikleri diğer bir nokta ise faizlerin tasarrufların bir fonksiyonu olduğu noktasıdır. Onlara göre, faiz öncelikle gelirin bir fonksiyonudur. Ayrıca Keynes, serbest bırakılan faizlerin toplum yararına en uygun seviyede belirlenmediği, çok yüksek seviyelere girme eğiliminde olduğunu belirtmiştir.

Neo-Keynesyen yaklaşım, gelişmekte olan ülkelerde finans sektörünün istikrarsız ve kırılgan bir yapıya sahip olduğunu savunmaktadır. Finansal sistemde yaşanan bu olumsuzluklar, finans piyasalarının kendine özgü yapısından kaynaklanmaktadır. Kredi piyasanın mükemmel olarak ve tam bilgi ile çalışması halinde, kredilerin etkin bir şekilde kullanıcılara aktarılması beklenmektedir. Bu

---

<sup>42</sup> Eser, a.g.m., s.67.

<sup>43</sup> Nemli, a.g.m., s.60.

özelliklere sahip bir kredi piyasasında denge, faiz oranı vasıtasıyla sağlanacaktır. Ancak, bu ideal durum asimetrik bilgi sorunu yüzünden çoğu zaman geçerli değildir.<sup>44</sup>

Mikro düzeyde baktığımızda ise piyasalar rekabetçi olsa dahi tayinlamanın\* var olduğu eleştirisi getirilir. Çünkü, finans piyasaları, mükemmel olmayan öngörü, arz ve talep edenler arasında asimetrik bilgiye sahiptir. Bankaların açtıkları krediye uyguladıkları faiz oranı, bu krediden bekledikleri getiriye göre değişmektedir. Bunu belirleyen faktör ise, faizin getirisi ve kredi alanın bu krediyi geri ödeme olasılığıdır. Bankalar ve kredi müşterileri arasındaki eksik ve asimetrik bilgilenme, bu olasılığın 1'den küçük olmasına neden olmaktadır. Borç alanlar bu kredinin geri dönmeme riski konusunda bankalara göre daha fazla bilgiye sahiptirler. Bankaların üstünlüğü ise ekonominin genel durumunu daha iyi değerlendirmelerinden kaynaklanmaktadır.<sup>45</sup>

İyi işleyen bir bankacılık sisteminde krediler sınırlandırılmakta ve öngörülen faiz oranı piyasayı temizleyecek faizin altında oluşmaktadır. Daha yüksek faizlerle kredi talebinin tümünü karşılamak, bankalar açısından etkin ve optimal bir işlem değildir. Çünkü, bu yüksek faiz oranlarında, aldıkları krediyi geri ödeme kapasitesine sahip müşteriler devre dışı kalarak onların yerini, bu kredileri geri ödememe riski yüksek müşteriler alacaktır. Tüm bu nedenlerden dolayı finansal piyasalarda mutlaka tayinlamanın olacağı düşünülmektedir.<sup>46</sup>

#### 2.1.4. Post-Keynesyen Yaklaşım

Post-Keynesyenler ve Neo-Keynesyenler'in her ikisi de Keynesyen ekolün kolları olmakla beraber iktisadi fikir ve düşünceleri birbirinden farklıdır. Post-Keynesyenlere göre iktisadi birimlerin beklentileri içsel olarak oluşmaktadır. Beklentilerin içselliği, gelecekteki ve şimdiki yatırımların belirsizliğinden kaynaklanmaktadır. Bu yaklaşımda geleceğin müphem olması, iktisadi birimlerin gelecek hakkındaki kararlarını almada önemli bir etkiye sahiptir. Sonuç olarak; Post-

---

<sup>44</sup> Bilir, a.g.e. s.23.

\* Kredi tayinlaması, faizlerin kredi arz ve talebini eşitleyecek düzeye çıkmasına izin verilmediği durumlarda bazı firmalara verilecek kredinin kısıtlanması anlamına gelmektedir.

<sup>45</sup> Kürşat Kunter ve Şükrü Binay, **Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü 1980-1997**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No: 9803, Ankara, Aralık 1998, s.5.

<sup>46</sup> İb.cit., s.5.

Keynesyen yaklaşım, geleceğin belirsiz olduğunu ve böyle bir ortamın spekülâtif hareketlere sebep olacağını savunmaktadır. Bu görüşü savunanlar, sermaye hareketlerinin spekülâtif dürtüleri artıracığını ve ekonomik büyümenin olumsuz etkileneceğini kabul etmektedirler.

## İKİNCİ BÖLÜM

### DÜNYA' DA VE TÜRKİYE' DE FİNANSAL SERBESTLEŞME

#### 1. ULUSLARARASI FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN GELİŞİMİ

Bu bölümde yirminci yüzyılda ki sermaye akışkanlığının gelişimini, uluslararası para sisteminden hareketle dört dönem halinde inceleyeceğiz. Şimdi bu dönemleri yaşanan gelişmeler ışığında incelemeye çalışalım,

##### **1.1.1870'lerden Birinci Dünya Savaşı (1914)'na Kadar Süren, Klasik Altın Standardı ve Londra Merkezli Global Sermaye Piyasası Dönemi**

Bu dönem birçok ülke için istikrarlı ve güvenilir bir sabit döviz kuru sisteminin uygulandığı bir dönem olmuştur ve bu yapı ülke içi politikacıları karar ve uygulamalarında disipline etme ve sorumlu davranma işlevi görüyordu. Böylece ülkeler arasında faiz farklılıkları azalırken, sermaye akımları giderek artmış ve 1900'lere gelindiğinde yalnızca Batı Avrupa ülkeleri değil, çevre ülkelerinde dahil olduğu, sermaye, mal ve emek piyasalarını çevreleyen bir global ekonomi ortaya çıkmıştır.<sup>47</sup>

##### **1.2. 1914-1945 Dönemi**

Bu dönem küresel ekonomide büyük bir çöküşün yaşandığı dönem olarak bilinmektedir. Çünkü, bu dönemde yaşanan iki dünya savaşı, büyük dünya bunalımı, artan milliyetçilik eğilimleri, ülkelerin işbirliğinden vazgeçen politikaları ile birleşince liberalleşen dönemden otarşi dönemine geçilmiştir. 1929 bunalımının temel sebebi olarak görülen uluslar arası sermaye akımları en düşük seviyesine gerilemiş, uluslar arası fiyat ve faizler arasındaki uyum tamamen bozulmuştur. Yine bu dönemde ülkeler, para krizlerinden korunmak ve altın stoklarını korumak için sermaye kontrollerine yönelmişlerdir.

---

<sup>47</sup> Turan Yay, "Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme", *İktisat Dergisi*, Sayı:438, 2003, ss. 16-17.



### 1.3. 1945-1980 Altın Çağ Dönemi

Kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketlerinin doğmasına ya da güç kazanmasına neden olan gelişim süreci, 1970'lerin sonunda, "Altın Çağ" olarak adlandırılan dönemin kapanmasıyla başlamıştır.

Altın Çağ, ikinci dünya savaşından sonraki otuz yıllık zamanı kapsayan şimdikine nazaran daha eşitlikçi ve sosyal bir dönemdi. Dönemin bu karakteri onun dönemin altın olarak tanımlanmasına neden olmuştur. Ülkelerin hangi bloğa ait olduğunun önemli olduğu bu dönemde az gelişmiş ülkeler gelişmiş ülkelere birçok taviz koparmışlardır.

Dünya' da her ülke az çok gelişiyor, fakirlik azalıyor. Finansal piyasaların denetimli olması, hükümetlere ekonomi politikalarında güçlü olma ve ekonomiyi geliştirmeye ilişkin politikalara rahatça uygulama olanağı verdi; döviz fiyatları ve faiz hadleri denetim altında tutuldu ve görece istikrarı korudu. Enflasyon hızları hemen hemen her yerde düşük düzeyde kaldı. Güneyden Kuzeye doğru işçi hareketleri ve ters yöndeki dolaysız yatırımlar, her iki kesime de yarar sağladı.<sup>48</sup> Az gelişmiş ülkeler yine bu dönemde ithal ikameci politikalara yönelerek daha önce ithal edilen ara ve yatırım mallarının ülke içerisinde üretilmesine başladılar ve bu alanda üretim yapan sektörleri desteklediler. Bu sistemin temel dayanağı ülke içerisindeki ücretli kesimdir. Şöyle ki, ücretli kesimin gelirinin yüksek olması bu malların talep edilmesini sağlayacak ve böylece sistem süreklilik kazanabilecektir.

Sonuç olarak, bu dönem global ekonominin yeniden inşa dönemidir. Bu dönemde ticaret akımları belirgin bir şekilde artarken, görülmemiş bir büyüme dalgası yakalanmıştır. IMF, sermaye kontrollerini para krizlerinden korunmak için kabul etmiş ve böylece hükümetlerin aktivist makro politikalar uygulayabilmelerini kolaylaştırmıştır.<sup>49</sup>

---

<sup>48</sup> Kazgan, a.g.e. s.91.

<sup>49</sup> Yay., a.g.e., s. 17.

#### 1.4. Bretton Woods Sonrası Dönem

İçinde bulunduğumuz bu dönem daha çok dalgalı kur sistemi daha az sabit döviz kuru sistemini benimseyen ülkelerin bulunduğu bir dönemdir. 1970’li yıllardan günümüze kadar olan dönemde sermaye hareketliliği sürekli olarak artış göstermiştir. Bu dönemde özellikle gelişmekte olan ülkeler sermaye kontrollerini kaldırmış ve işlem maliyetlerini azaltan ve risk primini düşüren önlemlerin de almasına bağlı olarak yabancı yatırımlar bu ülkelere kaymıştır.

Bu dönemde, sabit döviz kuru rejiminde kırımlar ve krizler yaşanması nedeniyle birlikte bazı gelişmekte olan ülkeler para kurulu ya da dolarizasyon ile para politikası otonomilerini kaldırırken, daha geniş bir grup ülke ( Meksika, Şili ve Brezilya...gibi) enflasyon hedeflemesi ile birlikte esnek döviz kurunu tercih etmiştir. Böylece 1990’lı yıllarda küreselleşme giderek bütünleşen ve birbiriyle bağlantılı hale gelmiştir.<sup>50</sup>

Sermaye hareketlerinin geçmişine baktığımızda bu akışkanlığın U şeklinde bir trend izlediğini görmekteyiz. Şöyle ki, 1880’den 1914’e kadar bir yükselme, 1945’e kadar bir düşüş, 1945 den sonra yavaş bir yükselme ve 1970’lerin başından günümüze kadar hızlı bir artış trendi içerisinde olduğunu görmekteyiz. Obstfeld ve Taylor U harfi şeklindeki hareketin ardındaki teknolojik, sosyo-ekonomik ve politik etkenleri şu şekilde sıralamıştır,<sup>51</sup>

- Piyasa rekabetini artıran teknolojik yenilikler,
- Devletler arasında ülke çıkarlarını dikkate alan çıkar rekabeti,
- Parti ve çıkar grubu rekabetine dayanan ülke içi politika,
- İdeoloji ve iktisadi bilginin gelişimi

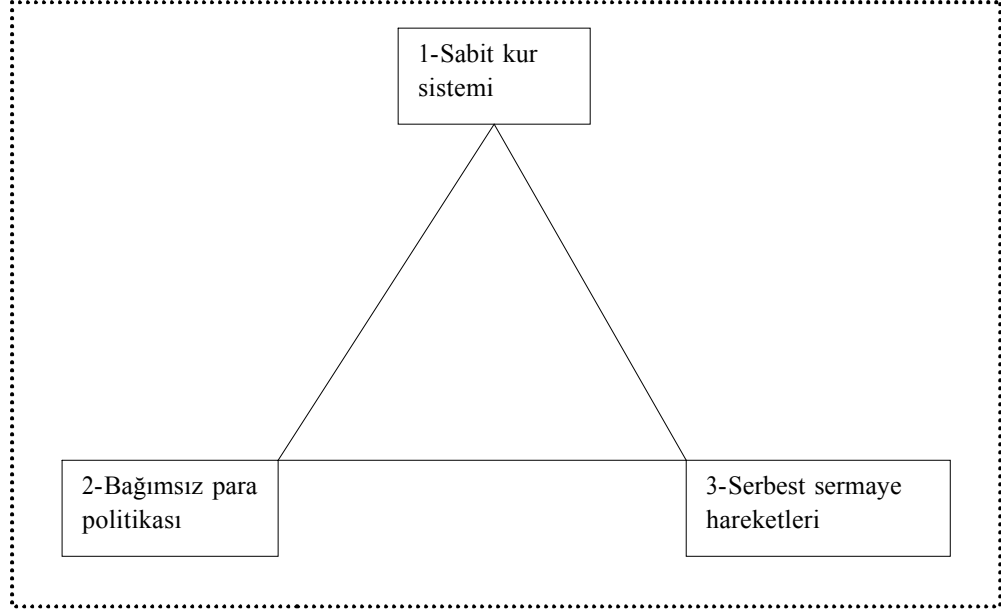
Bu etkenlerle uluslararası sermaye akışkanlığının zaman içindeki etkileşimi, uluslararası para sistemlerindeki değişimleri belirlemektedir. Obstfeld ve Taylor

---

<sup>50</sup> Yay, a.g.m, s.17.

<sup>51</sup> M. Obstfeld and A.M. Taylor, Globalisation and Capital Markets, **NBER Working Paper**, No: 8846, 2002.

(2002)'un *makro ekonomik politika üçlemi* ya da *tutarsız üçlü* olarak adlandırılan bu teze göre aşağıdaki grafikte verilen üç unsurun aynı anda sadece ikisi kontrol edilebilirken diğer değişken serbest bırakılmalıdır.



**Şekil 2**

### **Üçlü Açmaz**

**Kaynak:** Bu çalışma için tarafımdan geliştirilmiştir.

Yukarıdaki şekle göre ilk amaç kaldırılırsa, sabit döviz kuru rejimi dış faiz oranlarıyla bağlantıyı koparır ve bağımsız para politikası sürdürülür. Aynı şekilde sabit döviz kuru kaldırılırsa; sermaye hareketlerinin özgürlüğü, para politikasının etkinliği ile uyuşur. Ancak döviz kuru sabitken, sermaye hareketleri de serbestse, para politikası bağımsızlığını yitirir.

Yukarıdaki bağlamda uluslararası sermaye hareketlerinin gösterdiği gelişimi üçlü açmaz bağlamında aşağıdaki tabloda görelim,

Aşağıdaki tablo 1'e baktığımızda 1890-1914 altın standardı döneminde aktivist politikaların en çok, sermaye akışkanlığı ve sabit döviz kuru seçiminin çok az feda edildiğini görmekteyiz. Çünkü, bu dönemde dünyanın en büyük ekonomileri paralarını altına bağlamışlar ve diğer ülkelerin paralarına karşı gizli bir sabit döviz kuru

uygulamışlardır. Böylece, altın standardı sistemi, bazen ülke içi makro istikrarın bozulması pahasına, sabit döviz kuru ve sermaye akışkanlığını seçerek üçleme çözüm bulmuştur.

İki dünya savaşı arası döneme baktığımızda ise aktivist politikaların çok az, sermaye akışkanlığının az sayıda ve sabit döviz kuru sisteminin en fazla feda edildiğini görmekteyiz. Bu dönemde uluslar arası para sistemi 1944 Bretton Woods Sistemi ile oluşturulmuş ve Dünya Bankası uzun dönem sermaye hareketleri üzerinde yoğunlaşırken, IMF üye ülkeler arasında finansal işlemleri düzenleme görevi üstlenmiştir. 44 ülke dalgalı döviz kurunun istikrarsızlık kaynağı olduğu ve uluslararası ticarete zarar vereceği düşüncesi ile sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sistemini benimsemiştir.<sup>52</sup>

**Tablo 1**

**Üçlem ve Sermaye Akışkanlığının Aşamaları**

(Üçlemin Çözümü: Ülkelerin Fedakarlık Seçimi)

Dönem	Aktivist Politikalar	Sermaye Akışkanlığı	Sabit Döviz Kuru	Not
Altın Standardı 1890-1914	En Çok	Çok Az	Çok Az	Yaygın Fikir Birliği
İki Dünya Savaşı Arası Dönem (Altın Standardı kalktıktan sonra) 1921-1938	Çok Az	Az Sayıda	En Fazla	Başta Kıta Avrupası ve Latin Amerika'da sermaye kontrolleri
Bretton Woods Sonrası 1950-1973	Çok Az	En Fazla	Çok Az	Yaygın Fikir Birliği
Dalgalı Kur Sistemi 1974 sonrası	Çok Az	Çok Az	Çok Sayıda	Para Kurulu ve dolarizasyon dışında belirli ölçüde fikir birliği

**Kaynak:**Turan Yay, “Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme”, **İktisat Dergisi**, Sayı:438, 2003, s. 19.

Bretton Woods sonrası döneme baktığımızda ise 1950-73 arası dönemde aktivist politikaların çok az, sermaye akışkanlığının en fazla ve sabit döviz kurunu çok az feda

<sup>52</sup> Johnston, R.B. ve N.T. Tamirisa, “ Why Do Countries Use Capital Controls?”, **IMF Working Paper**, 1998, WP/98/181, [www.imf.org](http://www.imf.org)

edildiğini görmekteyiz. Dalgalı kur sistemi döneminde ise aktivist politikaların ve sermaye akışkanlığının çok az, sabit döviz kurunun ise çok sayıda feda edildiğini görmekteyiz. Sonuç olarak tablo 1’de , 1890’lardan günümüze kadar uzanan dönemde makroekonomik politika üçlemi-çatışması ile uluslararası sermaye hareketleri arasındaki bağlantıyı özetlemektedir.

## 2. FİNANSAL SERBESTLEŞME UYGULAMALARI

Gelişmekte olan dünyada geniş kapsamlı ilk finansal serbestleşme uygulamaları 1970’li yılların sonunda Latin Amerika Ülkelerinde gerçekleştirildi. Arjantin, Şili ve Uruguay bu deneyimden, uygulanan yanlış politikalar nedeniyle olumsuz etkilendiler. Bu ülkelerin yaşadıkları, gerekli koruyucu ve düzenleyici mevzuatı oluşturmadan finans liberalizasyona gitmenin beklenen sonuçları ortaya çıkarmayacağını gösteriyordu.

Finansal liberalizasyon konusundaki esas gelişme 1980’lerin ortaları ve 1990’ların başlarında ortaya çıktı. Bu dönemde bütün dünyada finansal liberalizasyon, en kapalı olan ülkeler olan Japonya ve Kore dahil olmak üzere yaygınlaştı. Şili ilk olarak 1970’lerin sonunda bir “ big bang” ile liberalizasyon yaptı. Faiz oranları üzerindeki bütün kontroller kaldırılarak, ulusal bankalar özelleştirildi ve yerel bankaların uluslararası nitelik kazanmalarına izin verildi. Yabancı bankalar ve banka dışı finansal kurumların piyasaya girişleri teşvik edildi ve sermaye kontrolleri gevşetildi. Arjantin’de de 1970’lerin sonlarında yönlendirilmiş kredi ve faiz oranı kontrolleri kaldırıldı ve sermaye akımları liberalize edildi. Bununla birlikte hem Şili hem de Arjantin, 1980’lerin başlarında yaşadıkları finansal kriz esnasında sermaye kontrollerini yeniden koydular.<sup>53</sup>

1974 yılında ABD, 1979’da ve 1980 yıllarında İngiltere ve Japonya, 1981 yılında da Almanya serbestleşmeye yönelik adımlar atmışlardır. Serbestleşme hareketleri için ABD’de banka faiz oranları üzerindeki sınırlamalar kaldırılmış, bankacılık ve sermaye piyasalarını birbirinden ayıran sınırlar gevşetilmiş, sadece yetki aldığı eyalette bankacılık yapabilme zorunluluğu getiren bölgesel bankacılık düzenlemelerinden ulusal

---

<sup>53</sup> Williamson, Mahar, a.g.e, s.32.

bankacılığa geçilmiştir. İngiltere ise 1986’da yürürlüğe koyduğu, “Bing Bang” olarak da bilinen, kararlarıyla Londra Borsası’nı uluslar arası işlemlere açmış, broker ile aracı kurum arasındaki ayrımları kaldırmış, yabancı bankaların İngiliz aracı kurumlarının tamamına sahip olabilmesine imkan tanımıştır.<sup>54</sup>

Türkiye ve Güney Afrika’da hızlı finansal reform tercih edildi. Türkiye’de 1980’de faiz oranı tavanları kaldırıldı ve sektöre giriş kısıtlamaları gevşetildi. Bununla birlikte 1982’de yaşanan bankacılık krizi, uygulanan politikaların çoğunda bir tersine dönüşü beraberinde getirdi ve 1983’den 1988’e kadar mevduat faiz oranları yeniden düzenlemeye konu oldu. Güney Afrika’da 1980’de kredi tavanları ve faiz oranı kontrolleri terk edildi ve 1983’den sonra bankacılıkta daha fazla rekabete izin verildi. Mısır’da da 1991’de hızlı bir finansal sektör reform programı yürürlüğe konuldu. Reform Doğu Asya’da da tedrici oldu. Çok sayıda ülke yönlendirilmiş krediler üzerine piyasaya dayalı faiz oranları koymak, özel kredi kullanımları için uygun kategorilerin sayısını çoğaltmak veya programın kapsamını daraltmak suretiyle yönlendirilmiş kredi programlarını kaldırdı. Tayland’da yönlendirilmiş krediler 1987’de gevşetildi ve 1992’de tarım ürünleri ihracını ve çiftçilerin ikincil işlerini kapsayacak şekilde yeniden genişletildi. Endonezya, Malezya ve Güney Kore’de hedeflenmiş kredi programları, 1980’ler ve 1990’larda kapsam olarak daraltıldı.<sup>55</sup> Endonezya, Malezya ve Filipinlerin 1980’lerin başlarında süreci başlatarak, faiz oranı deregülasyonunda önde oldukları varsayılıyordu. Oysa bu ülkeler 1980’lerin sonlarına kadar reformlarını tamamlamadılar.

Tablo 2’de bazı sanayileşmiş ülkelerin altı boyut açısından liberalizasyon bakımından buldukları pozisyonların değerlendirilmesi sunulmaktadır. Her bir ekonomi ele alınan bu boyutlar açısından, *Baskı Altında* (R), *Kısmi Olarak Baskı Altında* (PR), *Liberalize Olmuş* (L), *Büyük Ölçüde Liberalize Olmuş* (LL) şeklinde verilmiştir. Baskı altındaki bir sistem ilgili boyuttaki hemen hemen bütün kararların devlet tarafından verildiği; Liberalize olmuş bir sistem ise, devletin rolünün oldukça azaldığı bir sistemdir. Kısmi olarak baskı altında, baskının tam olmamakla birlikte

---

<sup>54</sup> Aklan Soyak (Der), **Küreselleşme İktisadi Yönelimler ve Sosyo Politik Karşıtlıklar**, Om Yayınevi, İstanbul, 2002, s. 14.

<sup>55</sup> Williamson, Mahar, a.g.e., s.45.

sistemin spektrumun baskılı tarafına daha yakın olduğu yargısını ifade eder. Büyük ölçüde liberalize olmuş, sistemin esas olarak piyasa yönelimli olduğu, fakat hala bazı alanlarda devletin rolünün önemli olduğuna işaret eder. Kısmi olarak baskı altında ifadesi, devletin bir kısım faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından belirlenmesine izin vermekle birlikte çoğu faiz oranlarını kontrol altında tuttuğunu belirtmek için kullanılır. Büyük ölçüde liberalize olmuş ifadesi, bir çok faiz oranının piyasa tarafından belirlendiğini ifade eder.<sup>56</sup>

**Tablo 2**

**Finansal Liberalizyon Tarihleri ( 1973-1996)**

ÜLKELER		Kredi kontrolleri	Faiz oranları	Piyasaya giriş engelleri	İşlemler üzerindeki devlet düzenlemeleri	Özelleştirme	Uluslar arası sermaye akımları
A.B.D	1973	B:L; S&L:R	LL	PR	L	L	LL
	1996	L	L	LL	L	L	L
Japonya	1973	R	PR	R	R	LL	R
	1996	LL	L	D:LL;FB:PR	LL	LL	L
İngiltere	1973	LL	B:LL	B:LL	L	L	PR
	1996	L	L	L	L	L	L
Fransa	1973	PR	R	D:PR	-	PR	R
	1996	LL	LL	D:LL	-	LL	L
Almanya	1973	LL	L	L	-	LL	L
	1996	L	L	L	-	LL	L
Yeni Zelanda	1973	R	R	R	-	PR	R
	1996	L	L	L	-	L	L
Singapur	1973	L	L	B:R;NBFI:LL	L	L	LL
	1996	L	L	B:R;NBFI:LL	L	L	L
Tayland	1973	R	R	R	-	PR	R
	1996	LL	L	LL	-	LL	LL
Arjantin	1973	R	R	R	-	R	R
	1996	LL	LL	L	-	PR	L
Şili	1973	R	R	R	R	R	R
	1996	LL	LL	L	L	L	LL
Meksika	1973	R	R	R	-	LL	LL
	1996	LL	L	LL	-	LL	LL
Türkiye	1973	R	R	R	-	PR	R
	1996	LL	L	L	-	PR	LL

**Kaynak:** Williamson, Mahar, a.g.e, 1996, s.33 .(NOT: NBFI: Banka dışı mali kesim, F: Yabancı, D: Yerli, B: Bankalar, R: Baskı Altında, PR: Kısmi Olarak Baskı Altında, L: Liberalize Olmuş, LL: Büyük Ölçüde Liberalize Olmuş)

<sup>56</sup> Williamson, Mahar, y.a.g.e. s.20.

Sonuç olarak, başlangıcı 1970’li yıllara uzanan finansal serbestleşme girişimleri, çeşitli bölgelerde gerek sıralama, gerekse de hız bakımından farklı yoğunluklarda uygulanmıştır. Çalışmalarda dünya ölçeğinde finansal liberalizasyonun tasarrufları artırdığı yönündeki tezini destekleyecek çok az kanıt bulunmuştur. Fakat liberalizasyonun finansal derinliğe yol açacağı ve daha etkili bir yatırım dağılımını sağlayacağı iddiaları için ise birçok kanıt bulunmuştur. Bu çalışmalarda ulaşılan en önemli sonuç ise serbestleşme sürecinin finansal krizlere yol açabileceği bulgusudur.

### **3. TÜRKİYE’DE SERBESTLEŞME SÜRECİ**

Gelişmekte olan birçok ülke gibi 1960 ve 1970’li yıllarda Türkiye’de de temel ekonomik kalkınma stratejisi ithal-ikameci politikalara dayalıydı. Söz konusu döneme, ağır sanayi ve sermaye mallarında yurtiçi üretim kapasitesini arttırmayı hedefleyen büyük kamu yatırımları damgasını vurmuştu. Dış ticaret sabit kur sistemi ve miktar kısıtlamaları ile dış dünyaya karşı korunuyordu. Bu dönemde Türkiye’nin ithal malları daha çok hammaddelere dayanıyordu. Bu nedenle, 1970’li yılların başında ortaya çıkan ilk petrol krizi sonucu Türkiye’nin dış ticaret hadleri kötüleşmiştir. Bu durum, ödemeler dengesi üzerinde bir yük yaratmış ve bu yük kısa vadeli borçlanmalarla giderilmeye çalışılmıştır. İthalatta meydana gelen sorunlar sonucu bir yandan arz cephesinde sorunlar meydana gelirken, talep cephesinden bakıldığında ise genişletici maliye politikaları korunmuştur. Arz ve talep arasındaki bu dengesizlik enflasyon sorununun ciddi boyutlara ulaşmasına yol açmış ve yaşanan ikinci petrol krizi (1979) alınan tedbirlerin yetersiz kalmasına sebep olmuş ve dolayısıyla krizin boyutları daha da artmıştır. Düşük yurtiçi tasarruf düzeyi ve 1977-1979 ödemeler dengesi krizine çare olması amacıyla Türkiye’de ticarete serbestleşme süreci başlatılmıştır.

Türkiye’de liberalizasyon sürecinin 24 Ocak 1980 kararları ile başladığını söyleyebiliriz. Uygulamaya konulan istikrar programı, kronik enflasyon ve döviz darboğazı sorunlarını gidermeye yönelik kısa vadeli amaçlar yanında uzun vadeli amaçlara da sahipti. Bu program temelde iktisadi, siyasi ve yönetsel işlerde devlet müdahalesini en aza indirerek piyasa ekonomisine işlerlik kazandırmak ve ithal-ikameci stratejiden ihracata yönelik kalkınma ve büyüme stratejisine geçmeyi hedeflemiştir.



Bu amaçla yapılan bazı düzenlemeleri şöyle sıralayabiliriz,<sup>57</sup>

- % 32,7 oranında devalüasyon yapılarak günlük kur ilanı uygulaması,
- Tarım ürünleri destekleme alımları sınırlandırılmış,
- Dış ticaretin liberalizasyonu gerçekleştirilmiş,
- Yabancı sermaye yatırımları teşvik edilmiş,
- Kar transferleri kolaylaştırılmış, yurtiçi müteahhitlik hizmetleri desteklenmiştir,
- İthalat kademeli olarak liberalize edilmiş, ihracat; vergi iadesi, düşük faizli kredi, gümrük muafiyetleri ile desteklenmiştir,
- Sektörel teşvik sistemleri getirilmiş, dövize çevrilebilir mevduat(DÇM) uygulamasına son verilmiş, döviz alım satımı serbest bırakılmış, faiz oranları serbestleştirilmiştir.

Yukarıda özet olarak saydığımız bu politikaların temel amacı, ülke içi ekonomiyi değişen ve rekabet gücü her geçen gün biraz daha artan dünya şartlarına uyumlu hale getirmek ve dünya ekonomine eklemlenmesini sağlayıp Türkiye'yi küreselleşme eğilimlerinin dışında bırakmamaktır.

Ülkemizde yaşanan liberalleşme sürecini temelde iki başlık altında incelemek en sağlıklı yöntem olacaktır. Bu aşamalar, ticari ve finansal serbestleşme süreçleridir. Şimdi kısaca bu aşamaları inceleyelim,

### **3.1 Dış Ticarete Libelleşme Öncelikli Dönem (1980-1989)**

1980 yılında başlatılan ekonomik program ihracat sübvansiyonları, yüksek oranda devalüasyon ve kamu iktisadi teşebbüsleri tarafından üretilen mal ve hizmetlerin fiyatlarında artış yapılmasını öngörüyordu. Başlangıçta, döviz kurlarında, faiz oranlarında ve hükümetçe belirlenen kamu ürünleri fiyatlarında görülen yüksek artışlara, hızla uygulamaya konulan ihracatı teşvik amaçlı heteredoks politikalar eşlik

---

<sup>57</sup> Kazgan. a.g.e., ss. 120-200.

etmiştir.<sup>58</sup> Politik ortamın üç özelliği ticarete reform sürecinde kolaylık sağlamıştır. Bunlar,

- I. Öncelikle, yurt dışından sağlanan net krediler ara malların ithalatını arttırmış ve kamu finansmanı üzerindeki baskıları hafifletmiştir. Düşük kapasite kullanım oranları ( %40-45) nedeniyle sanayi firmaları hızla değiştirilen teşvik yapılarına güçlü bir ihracatla karşılık vermişlerdir,
- II. Türk lirasının değer kaybı yüksek olmasına rağmen sürdürülebilir bir yapıda olması,
- III. 1980 yılının ikinci yarısında yurtiçi talep önemli derecede azaltılarak ihracatın güçlenmesi için ortam hazırlanmıştır. Bu dönemde reel ücretler ve tarım kesiminin gelirleri ciddi oranda düşürülmüştür. Bu durumun arkasında yatan iktisadi rasyonel ise tarım ürünlerinin talebinin fiyat esnekliğinin düşük olmasıdır. Eğer tarım ürünlerine yüksek fiyat verilirse bu malların fiyatı artacağı için ve eşanlı olarak çalışan kesimin reel satın alma gücü korunmak zorunda kalınacak bunun gereği olarak da yüksek oranlı zamlar verilip orta vadede enflasyon sürecine girilecektir. Bu da ülke içi döviz kurlarının enflasyon oranından daha az değer kaybettiği dönemlerde döviz kuru kanalıyla ihracatı olumsuz etkileyecektir.

Bu dönemde ihracat ve ithalat için bazı düzenlemeler getirilmiş ve Avrupa ülkeleriyle ticarete serbestleşme sürecinin sağlanması için, daha doğrusu tek yanlı taviz olarak kabul edebileceğimiz, Gümrük Birliğine girilmiştir. Şimdi de bu dönemde yaşanan gelişmeleri kısaca ele alalım,

### **3.1.1. İhracat Teşviklerinin ve Sübvansiyonlarının Genişletilmesi**

Ticari liberalizasyon sürecinde öncelikle % 48,6 oranında bir nominal devalüasyon yapılarak TL'nin dolar karşısındaki değeri 47 TL'den 71 TL'ye

---

<sup>58</sup> Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, TCMB Yayınları, Ankara, Mayıs, 2002, s. 5.

düşürülmüştür. 1 Mayıs 1981 tarihinde yayınlanan bir Maliye Bakanlığı tebliği ile Merkez Bankası, TL ile yabancı paralar arasındaki pariteyi, uluslararası piyasalar ve ekonomideki gelişmeler esas alınarak belirlemeye yetkili kılınmıştır. İhracata dayalı büyüme hedefinin sağlanabilmesi için döviz dolaşımı serbest hale getirilmiş, 1982 yılında da ticari bankaların döviz işlemleri yapmasının ve döviz hesabı açmasının yolu açılmıştır. Ayrıca yine ihracatı teşvik etmek amacı ile ihracatçılara belirli koşullarda döviz tahsis edilmesinin yolunu açan düzenlemeler yapılmıştır. Diğer yandan ihracat karşılığı dövizlerin yurda getirilmesi zorunluluğu 1980-1989 arasında aşamalı olarak kaldırılmıştır.<sup>59</sup>

1970’li yıllarda vergi ayrıcalıkları, imtiyazlı krediler, döviz tahsilatları gibi ihracatı teşvik etmeye yönelik uygulamalar halihazırda mevcuttu. Ancak gerçekçi döviz kurları ve destekleyici makro ekonomik politikaların olmaması, bu uygulamaların etkilerini sınırlı kılmıştır. 1980 Uyum Politikası Paketi ihracatı teşvik programlarının gelişmesini ve pekişmesini sağlamış, idari etkinliği arttırmış ve yabancı ticaret firmalarını teşvik etmiştir. Bu dönemde uygulanan ihracatı teşvik politikası kapsamında şu önemli araçlar yer almıştır,

- Ucuz maliyetli ihracat kredisi,
- İhracatta vergi iadesi,
- Destekleme fiyat istikrar fonundan yapılan ödemeler,
- İhracat karşılığı gümrük muafiyetli mal ithalatı imkanı,
- Katma değer vergisi muafiyeti, döviz tahsisi, döviz kuru politikası, kurumlar vergisi muafiyeti
- Kaynak kullanımını destekleme fonu, ihracat karşılığı dövizlerden mahsup,
- Vergi, resim ve harç istisnası, teminat oranlarının düşürülmesi

---

<sup>59</sup> Elif M. Yurdakul ve Fuat Erdal, “ Dış Ticaret Politikası”, **1980-2003: Türkiye’nin Dış, Ekonomik Sosyal ve İdari Politikaları**, Siyasal Kitabevi, 2003, ss. 585-613.

- Tercihli ve sübvansiyonlu ihracat kredileri,
- İthal girdilere vergi muafiyeti... gibi özetleyebileceğimiz teşvik politikaları uygulanmıştır.

Sonuç olarak, toplam ihracat sübvansiyonlarının toplam imalat sanayine oranı 1980-1984 yılları arasında artış göstermiş, zamanla ihracat sektörünün daha fazla kendi kendine yeterli hale gelmesiyle birlikte kademeli olarak azalmıştır. Ayrıca, sübvansiyonlar sektörler için farklılık göstermekteydi. En yüksek vergi iadesi oranları özellikle kalifiye işgücü gerektiren yatırım malları için geçerli olurken vergi iadesi oranları emek ve hammadde yoğun imalat sanayi tüketim malları için ortalamanın altında seyrediyordu. Ancak, doğrudan ödemelerde en yüksek payı tüketim malları almaktaydı. Çünkü, emek ve hammadde yoğun mallar toplam imalat sanayi ihracatının en büyük bölümünü oluşturmaktaydı.

### 3.1.2. İthalatta Liberalleşme

1970'lerin sonunda ithalat malları üç ana listede toplanıyordu,

- a) Kota Listesi: Sayısal limitlere tabi olan ithalat,
- b) 1 Numaralı Liberalizasyon Listesi: Serbestçe ithal edilebilen malların listesi,
- c) 2 Numaralı Liberalizasyon Listesi: İthalatı için izin belgesi gereken malların listesi.<sup>60</sup>

Bu sayılan listelerin hiçbirisinde yer almayan malların ithali yasaktı. Ocak 1981'de yürürlüğe giren İthalat Rejimi Kararı ile kotalar azaltılmış ve 2 sayılı liberalizasyon listesinde yer alan birçok mal 1 sayılı listeye alınmıştır. 1984 yılında yürürlüğe giren İthalat Rejimi ile kota listeleri tamamen kaldırılmıştır. Önceki yıllarda uygulamaya konulan liberal ithalat politikalarının hiçbirisi, 1984 yılı ithalat rejimi kadar bir yapısal değişikliği beraberinde getirmemiştir. 1984 rejimi ile yürürlüğe konulan ithalat politikası ile sanayinin rekabete açılması, dış ticaretin mümkün olduğu kadar serbestleştirilmesi, fon ödemek suretiyle ithal edilecek madde sayısının arttırılması

<sup>60</sup> İlhan Dağdelen, "Uluslar arası İnsan Bilimleri Dergisi", **Liberalizasyon**, Ankara, 2004, ss. 38-41

amaçlanmıştır. İthalat politikasının dayandığı bu temel hedeflere ulaşabilmesi için, yasak ve izne tabi mallar listesi yayınlanarak bunlar dışında kalan malların ithali serbest bırakılmıştır.<sup>61</sup>

1985 yılında Yasak Mallar Listesi ortadan kaldırılmış; ithal edilmesi yasak malların sayısı 500'den 3'e ( silah, muhimmat ve uyuşturucu) düşürülmüştür. 1988' de 33 farklı mal ithal izin belgesi gerektiriyordu. Temmuz 1989'da hükümet yerel üretimi haksız rekabete karşı korumak amacıyla “ anti-damping yasası” nı yürürlüğe koymuştur. 1989'da ithalatta liberalleşme daha da hız kazanmıştır. İzne tabi malların sayısı 33'den 16'ya düşürülürken ithalata uygulanan tarifeler ve vergilerde önemli ölçüde azaltılmıştır.

1990'da ithalat rejimi tekrar değişmiş, ithalata teminat yatırma zorunluluğu ve izin belgesi alma uygulamaları tamamen yürürlükten kaldırılmış; “ Yatırım Malları Listesi” adlı yeni bir liste oluşturulmuş ve gümrük vergileri ve toplu konur vergileri tek bir liste altında toplanmıştır. 1991 ve 1992 yıllarında gümrük tarifelerinde yapılan küçük düzenlemelerden sonra Ocak 1993'de yeni bir takım önlemler alınmıştır. AB'ye verilen sözler doğrultusunda gümrük vergisi ve Toplu Konut Fonu ücretleri dışındaki tüm gümrük tarifeleri kaldırılmış, diğer vergiler ve TKF ücretlerindeki gerekli indirimleri ise 1996 başına kadar tamamlanmıştır.<sup>62</sup>

Sonuç olarak, 24 Ocak Programının temelde devalüasyon, KİT zamları ve fiyat denetimlerinin kaldırılması gibi üç şok tedavisi ögesine dayandığı söylenebilir. Bu üç ögenin o dönemde IMF tarafından Türkiye Cumhuriyeti hükümetinden istenilenlerden daha fazla olduğunu görüyoruz. 24 Ocak programı böylece, ana çizgisiyle 1989 yılına kadar iktisat politikalarına damgasını vuran ve zaman içinde kendini güçlendiren bir yapı taşır.

---

<sup>62</sup> Dağdelen, a.g.m. ss. 38-41

### 3.1.4. 1980 -1989 Döneminin Genel Değerlendirilmesi

1980-1989 dönemi Türkiye’de 24 Ocak kararlarıyla başlayan liberalleşmenin ticaret de liberalleşme aşamasını oluşturmaktadır. Bu dönemi değerlendirirken 1980 öncesi dönemle 1988 yılındaki bazı verileri göz önüne almanın yararlı olacaktır.

Tablo 3

#### Başlıca Makro Ekonomik Göstergeler (1980-2002)

Değişken	1978/79 Ortalaması	1988Yılı
Milli Gelir (indeks)	100.0	145,1
Enflasyon Oranı(%)	58.0	70,5
Birikim Oranı(%)	21,1	26,1
İhracat(milyon \$)	2275	11662
İthalat(milyon \$)	4834	13545
Cari Denge/GSMH(%)	-1,8	1,8
Dış Borç(milyon \$)	13699	40722
Dış Borç Yüğü(%)	20,7	37,1
KKBG/GSMH(%)	5,2	4,8

Kaynak: Korkut Boratav, Türkiye İktisat Tarihi 1980-2002, s.159

Yukarıdaki tablo 1980’li yılların gelişme aşamalarını kuşbakışı gözden geçirmemize imkan veriyor. 1978-79 yılları ile 1998’i reel milli gelir düzeyi açısından karşılaştırsak Türkiye’de uygulanan IMF kökenli istikrar programının ekonomide daralmaya yol açmadan yürütüldüğü ortaya çıkıyor. Milli gelir bu dönemde 1980 yılı hariç ve 1980-89 döneminde ortalama % 4,9’luk bir büyüme hızının gerçekleştiği görülmektedir. Bu gelişmeyi 1980’ de uygulanan istikrar programının bir başarısı olarak yorumlamak kanımızca doğru değildir. Bunun nedenlerini açıklamaya çalışalım,

1980’li yıllarda toplam üretim iç piyasalardan dış piyasalara doğru kaydırılabilmiş; bunda iç talebin genel olarak kısılmasıyla güçlü ve etkili ihracat teşvikleri rol oynamış; iç talebin kısılmasında da gelir dağılımının emek gelirleri aleyhine bozulması temel araç olarak kullanılmıştır. Arzın ve talebin yapısında meydana gelen bütün bu değişmelerin üretim düzeyi düşmeden, hatta arttırılarak

gerçekleşmesinde asıl belirleyici olan, yüksek ve hızla artan bir ithalat hacminin mümkün kılınması olmuştur.<sup>63</sup>

İstikrar programlarının dünya genelindeki uygulamasına bakıldığında hemen hemen tüm ülke deneyimlerinde ithalatın hacminin azaltılarak başlatıldığı halde ülkemizde bu gelişmelere zıt ithalat gerçekleştirmeleri olmuştur. Tablodan da görüldüğü üzere 1980 sonrası dönemde yaklaşık 2,8 katı bir ithalat artışı olmuştur. Milli gelirdeki değişimlere bakıldığında 1978/79- 1988 yılları arasında milli gelir sabit fiyatlarla % 45 artarken ithalatın dolar cinsinden 2,8 katı yükselebilmesi dış borç toplamının % 200 oranında artmış bulunması, dış borç yükünün ise % 37'ye ulaşması bunu gösterir. Bu dönemde borç stokunun artmasına yol açan temel etken cari işlemler açıklarının finansmanı olmuştur. Görüldüğü gibi, ithal malı ara-mallara ve yatırım mallarına bağımlılığı azalmamış, aksine artmış olan Türkiye ekonomisi bu yıllarda bol miktarda dış kaynak sağlayarak büyüebilmiştir.

24 Ocak Programıyla ilgili ayrıca şu tespitler yapılabilir<sup>64</sup>,

- ✓ Öngörülen modelin çalıştırılabilmesi için kısa vadede iç talebin hızla daraltılması ve dış borç servisinin aksatılmadan yerine getirilmesi gerekli gözükmektedir. Modelde performans göstergesi olarak dış borç stokunun aksatılmaması ana koşul olmuştur,
- ✓ Model iç ve dış liberalizasyona kilitlenmiştir. Finansal liberalizasyona paralel olarak gelişen sermaye hareketleri bağlamında, dış borçlanmanın ekonomik dengenin sağlanmasında giderek bir parametreye dönüşmesi kaçınılmaz olmuştur,
- ✓ Gerek kısa vadede istikrara yönelik önlemlerin hızla uygulanması, gerekse liberalizasyon ekseninde yol almak için yeni dış borç ertelemeleri ve taze dış kaynak gerekli olmuştur.

<sup>63</sup> Korkut Boratav, **Türkiye İktisat Tarihi 1908-2002**, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 7. Baskı, İmge Yayınevi, Ekim, 2003, Ankara, ss.158-162.

<sup>64</sup> Sinan Sönmez, "Türk İktisat Politikalarındaki 'Çıpa' : Dış Borçlanma". **İktisat Üzerine Yazılar 2: İktisadi Kalkınma Kriz ve İstikrar**, Oktar Türel'e Armağan, Derleyenler: A.H. Köse-Fikret Şenses-Erinç Yeldan, İletişim Yayınları, 2003, ss. 305-361.

24 Ocak 1980 kararları ve daha sonra alınan önlemler yapısal değişiklikler içerdiği bakımından önceki istikrar programlarından oldukça farklıdır. Gerçekleştirilen değişiklikler ticaret hacminin artmasını sağlasa da, uzun vade de ticaretin serbestleştirilmesi sonucunda ihracatın ithalatı karşılama oranı belirli dönemlerde ciddi düşüşler yaşamış<sup>65</sup> ve ihracat açığı giderek büyümüştür.

### 3.1.3. Gümrük Birliği

Ülkemizde serbest ticaret anlayışının evrimleşmesinde 1 Ocak 1996 tarihinde AB ile Gümrük Birliğine gidilmesi büyük önem taşımaktadır. Böylece Türkiye, AB ve EFTA ülkeleri menşeli mallardan alınan tüm vergiler ve TKF (Toplu Konut Fonu) ücretleriyle miktar kısıtlamalarını iptal etmeyi ve üçüncü ülkelere ortak gümrük tarifelerini uygulamayı kabul etmiştir. Sonuç olarak, 1 Ocak 1996 tarihinden itibaren AB ve EFTA ülkeleri menşeli malların ağırlıklı koruma oranı % 5,9'dan % 0'a düşürülmüş oldu. Buna ek olarak üçüncü ülkelere gelen mala uygulanan ithalat koruma oranı da % 10,8'den % 6'ya düşmüştür. Ne var ki, bazı özel mallara uygulanan ithalat vergileri ( otomobil, kamyon, deri, ayakkabı) kademeli olarak düşürülmüştür. Türkiye bu mallara uygulanan ithalat vergisi oranını 1997'de % 10; 1998'de % 10; 1999 ve 2000 yıllarında % 15'er ve 2001'de de % 50 oranlarında azaltmıştır.<sup>66</sup> 1 Ocak 2001 itibarıyla üçüncü ülkelere ithal edilen bu mallara uygulanan ithalat vergisi oranları AB'nin üçüncü ülkeler için öngördüğü ortak gümrük vergisi oranı üzerine inmiştir.

## 3. 2. Finansal Liberalleşme Öncelikli Dönem ( 1989 Sonrası)

1980'lerden günümüze kadar, küreselleşme süreci, bölgesel ekonomik pazarların birbirleriyle bağlarını güçlendirme ve küresel pazar sistemine eklemlenme çalışmalarına tanıklık etmiştir. Bu bağlamda dünyada ki bütün sanayileşmiş ülkeler ulusal finans piyasalarını serbestleştirmek için gerekli iktisadi politika kararlarını almış ve hızlı bir şekilde uygulamaya koymuşlardır. Bu süreçte pek çok gelişmekte olan ülke de sanayileşmiş ülkeleri takip etmiştir. Bu çerçevede ülkemizde 24 Ocak 1980 Kararlarıyla başlatılan liberalizasyon çalışmalarının finansal liberalizasyon ayağı,

<sup>65</sup> Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası EVDS, " Dış Ticaret-Uluslararası Standart Sanayi Sınıflamasına Göre (ISIC REVİZE 3) (DİE)", <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html> , Erişim Tarihi: 26.02.2007.

<sup>66</sup> "Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri", s.10.



ticaretin liberalizasyonuna koşut olarak 1980-1983 dönüşümü ile başlamış, bu dönemde meydana gelen Bankerler Krizi ile derin darbe almış ve bununla beraber 1989 ve 1990'da yürürlüğe konulan uygulamalarla tamamlanmıştır.

Türkiye'de 1980 öncesi dönemde içe dönük ve çok katı kuralları olan bir ekonomi stratejisi (ithal-ikameci strateji) izleniyordu ve finansal sistemi oldukça yetersizdi. 1980 öncesi Türkiye'nin finansal piyasalarına baktığımızda şu özellikleri taşıdığını görmekteyiz,

- Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındaydı, yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları çoğunlukla negatifti,
- Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlamalar getirilmişti,
- Kişilerin portföylerinde döviz bulundurma olanakları yoktu,
- Tercihli kredi yolu ile birçok sektöre kredi sağlanmaktaydı,
- Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buradan elde edilen gelirler görel olarak daha fazla vergilendirilmekteydi,
- Kurumsallaşmış bir mali sistem yoktu,
- Yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına önemli kısıtlamalar getirilmekteydi,
- Şirketlerin tek finansman kaynağı banka kredileriydi,
- Zorunlu karşılık oranları yüksekti,
- Şirket ve banka sahipliği i içe geçmişti.

1980 yapısal reform programıyla birlikte kalkınma stratejisi ithal ikameci sistemden dışa dönük, piyasa bazlı yaklaşımın hakim olduğu açık bir ekonomik sisteme

geçilmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak, 1980'lerin başında bir dizi ekonomik, yasal ve kurumsal reformlar başlatılmıştır. Şimdi bu reformları kısaca inceleyelim,

### **3.2.1. Döviz Kuru Politikalarının Gelişimi**

Türkiye'de piyasa bazlı politikalara geçilmesi çalışmalarının ilk adımı döviz kurunda yapılan değişikliklerdir. 1980 öncesinde sabit döviz kuru uygulanıyor ve TL'nin değeri hükümet tarafından ekonomideki değişmelere göre belirleniyor ve ayarlanıyordu. Ayarlamalarda hükümetin yapmış olduğu gecikmeler TL'nin aşırı değerlenmesine neden olmaktaydı. Dolayısıyla 1980 istikrar programıyla daha gerçekçi olan esnek döviz kuru politikası yürütülmeye başlanmıştır. 1982 yılında yapılan değişiklikle bankalar paralel piyasalardan bankacılık sistemine döviz girişini arttırmak ve sermaye kaçışını engellemek için döviz pozisyonu almaya başladılar. Bu bağlamda 7 Temmuz 1984 tarihli ve 30 sayılı kararnameyle döviz kuru rejimi büyük ölçüde serbestleştirilmiştir. Bu kararnamedeki bazı düzenlemeler şöyledir,

- Türkiye'de ikamet edenlerin yabancı para birimi bulundurmaları, döviz hesabı açtırmaları ve dövizle ödeme yapmalarına izin verilmiştir,
- Bankaların Türkiye'de ikamet edenlerden döviz mevduatı kabul etmelerine, yurt dışında döviz bulundurmalarına ve döviz cinsinden işlem yapmalarına izin verilmiştir,
- Türk lirası cinsinden banknot, metal para ve diğer ödeme araçlarının ithal edilmesi üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış, ihracı ise hükümet iznine tabi tutulmuştur,
- Yabancıların döviz cinsinden gerekli sermayeyi getirerek yatırım yapmalarına, ticari faaliyette bulunmalarına, hisse senedi satın almalarına, ortaklık kurmalarına, şubeler, temsilcilikler ve acenteler açmalarına izin verilmiştir,
- Her türlü menkul kıymetin ithal ve ihracına izin verilmiştir,

- Bankaların Merkez Bankası tarafından açıklanan döviz kurunun etrafında oluşturulan dar bir aralık içinde kendi işlemlerinde kullanacakları kurları belirlemelerine izin verilmiştir,
- Yabancıların döviz bozdurmaları ve tüm transferleri bir banka aracılığıyla yapmaları koşuluyla gayrimenkul almalarına ve aynı haklar elde etmelerine izin verilmiştir,
- Son olarak, 29 Haziran 1985 tarihi itibarıyla bankaların ticari, ticari olmayan ve bankalar arası işlemleri için kendi kurlarını belirlemelerine izin verilmiştir.

### 3.2.2. Faiz Oranları Üzerindeki Devlet Denetiminin Kaldırılması

1970’li yıllardan 1980’li yıllara kadar hükümet mevduat ve kredi faiz oranlarını doğrudan kontrol etmiştir. Ancak 1970’li yılların sonuna doğru hızla artan enflasyon ortamında eksiye dönen reel faizler finansal fonların bankacılık sektöründen çekilip büyük bir hızla paralel finansal piyasalara ve dövizde kaymaya başlayınca Ocak 1980’de mevduat ve kredi faiz oranlarına konan tavan değerler kaldırılmıştır. Burada amaç, tasarrufları finansal sisteme çekerek ve finansal kuruluşlar arasındaki rekabeti artırarak finansal sektörü derinleşmesini sağlamaktır.

Büyük bankaların kendi aralarında bir anlaşma yaparak faiz oranlarındaki artışı engellemek için ortak bir faiz oranı belirlemesi, kredilere olan talebin aşırı şekilde artmasının yanı sıra komisyonculardan ve küçük bankalardan da rekabetçi baskılar gelmesi sonucu kademeli olarak arttırılmıştır. Bunun sonucunda pek çok küçük banka söz verdikleri faiz oranlarını ödeyemeyerek batmıştır. Bunu gören hükümet en büyük dokuz bankaya faiz oranı belirleme izni vermiştir. Aralık 1983’de Merkez Bankası’na mevduat faiz oranlarını belirleme ve bu oranları gözden geçirme yetkisi tekrar verilmiştir. Merkez Bankası 1987 Haziranında yayınladığı bir tebliğiyle bankalara belli bir üst sınıra kadar faiz oranlarını kendileri belirlemeleri için izin verilmiştir<sup>67</sup>. Sonunda 12 Ekim 1988’de tüm mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır.

---

<sup>67</sup> Gülten Kazgan, **Tanzimat’tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2. Baskı, Ocak, 2004, İstanbul, ss.123-162.

### **3.2.3. Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kurulması**

Sermaye Piyasası Kanunu (SPK), Türkiye'de 1981 yılında yürürlüğe konulmuştur. SPK ile amaç, sermaye piyasalarının desteklenmesini, düzenlenmesini, denetlenmesini ve güvenli, istikrarlı ve sürekli işleyen bir yapıya kavuşturmadır. Bunu takiben sermaye piyasaları üzerinde denetleyici ve düzenleyici yetkilere sahip olan sermaye piyasası hükümlerine tabi olarak Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. Bu ikili kontrol mekanizmasıyla birlikte bankalar ve diğer finans kuruluşları faaliyet gösterdikleri aracılık işlerinde artık kontrol altına alınmıştır.

### **3.2.4. Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) İhalelerine Başlanması**

Türkiye'de 1980'li yıllara kadar ülke ekonomisinde meydana gelen finansal açıklar çoğunlukla Merkez Bankası tarafından doğrudan emisyon yoluyla finanse ediliyordu. Merkez Bankası tarafından Hazineye verilen avans o yılın bütçe ödeneğinin % 15'ni geçemiyordu. Bu uygulama Nisan 1994 finansal krizine kadar geçerliliğini korumuştur. 1985 yılına kadar hükümetler finansal açıklarını kapatmak için çok yoğun bir şekilde DİBS ihalelerine başvurmuşlardır. İlk kez Mayıs 1985'te hükümet bütçe açıklarını kapatmak için devlet tahvili ve bonosu çıkarmaya başlamıştır. Böylece, kamu açıklarının Merkez Bankası bilançosu üzerindeki olumsuz etkileri hazine ihalelerine başlanmasıyla bir ölçüde azaltılmış oldu.

1994 yaşanan finansal krizden sonra Hazine'nin kullandığı avans miktarı bir önceki yılın genel bütçe ödemeleri toplamıyla cari yılın genel bütçe ödenekleri arasındaki farkın % 12'si ile sınırlandırılmıştır. Bu oran 1996'da % 10'a, 1997'de % 6'ya ve devam eden yıllarda ise % 3'e düşürülmüştür. 2001 yılında çıkarılan yeni Merkez Bankası kanunuyla birlikte kısa vadeli borç verme uygulaması tamamen kaldırılmıştır.

### **3.2.5. Merkez Bankası Bünyesinde Piyasaların Kurulması**

İstanbul Menkul Kıymetler Borsa'sı (İMKB), 1986 yılı başında ikinci el piyasa da faaliyete başlamıştır. Bu bağlamda temelde üç piyasanın faaliyete geçtiğini görüyoruz. Bunlar,

- a. **Bankalararası Para Piyasası:** 2 Nisan 1986 tarihinde faaliyete başlamıştır. Temel amacı, bankacılık sisteminin etkin çalışmasını sağlamaktır,
- b. **Açık Piyasa İşlemleri:** Bu araç Merkez Bankasının para politikası uygulamalarında kullandığı temel araçtır. Şubat 1987’de başlamıştır. Temel amaç, bankacılık sisteminin likidite düzeyini ayarlayarak para arzını kontrol etmektir,
- c. **Döviz ve Efektif Piyasaları:** Ağustos 1998’de Merkez Bankası Bünyesinde kurulmuştur. Bu piyasayı, döviz rezervlerinin en etkin şekilde kullanılmasına olanak sağlayan para politikası araçlarından birisi olarak bakabiliriz. TCMB’nin 2 Ocak 2002’de yaptığı ilanla Bankalararası para piyasası ve döviz ve efektif piyasasına 2 Aralık 2002 itibariyle son vereceğini açıklamıştır.

### 3.2.6. Sermaye Hareketlerinin Liberalleştirilmesi

Türkiye’de 1980 öncesinde sermaye hareketleri döviz işlemlerine ilişkin düzenlemelerle kontrol ediliyordu. Sermaye hareketlerinde serbestleştirme süreci 1980 sonrasında 28 ve 30 No’lu Kararnamelerle başlatılmış ve 1983 ve 1984’te uygulamaya konmuştur. Söz konusu kararnamelerle sermaye hareketleri kısmen liberalleştirilmiş ve sermaye hareketlerinin tamamen liberalleştirilmesi 1989 yılında tamamlanmıştır.

1989’da yeni serbestleşme sürecini başlatmaya yol açan baskılara kısaca baktığımızda, 1989 yılı stagflasyon yılı olmuştu: GSMH’nin yıllık büyüme hızı yine % 2’nin altında kalırken, enflasyon biraz yavaşlamış olsa da yine % 60’ı aşılıyordu. Göreli serbestleşen siyasal ortamda, işçi ücretleri ve memur maaşları hızla reel olarak yükselmiş ve 1998’de net yurt içi faktör gelirlerindeki paylarını % 17,4’e indiren baskıları üzerlerinden atarak bu payı % 20,5’e çıkarmıştı. Tarımda üretim % 7’yi aşan bir oranda düşmüştü. Kamu kesimi açıkları ise tırmanmaya başlamıştı. Yani tablo önceki yıldan hiç de iyi değildi. Ama yine de cari işlemler bilançosunda küçük bir fazlalık vardı.<sup>68</sup> Dönemin hükümeti bu olumsuz koşulları yenmek için olumsuz sonuçlar verdiği aşikar olan bir çözümü benimsedi: Kısa vadeli sermaye ithali. Bu amaçla 32

---

<sup>68</sup> Kazgan, a.g.e. , s.148.

No'lu kararname 11 Ağustos 1989 yılında Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Bu kararnameyle sermaye hareketleri tamamen serbestleştirilmiş ve konvertibiliteye yönelik en önemli adımlar atılmıştır. 32 No'lu kararnameyle getirilen temel düzenlemeleri şöyle sıralayabiliriz,

- Türkiye'de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiçbir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmak için herhangi bir kısıtlamaya tabi değildirler,
- Yurtdışında yerleşik kişilerin İMKB'de kote edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkartılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir,
- Türkiye'de yerleşik kişilerin, yurt dışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri serbesttir,
- Türkiye'de yerleşik kişiler, Türkiye'de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları döviz i ülke içine getirebilirler,
- Yurtdışından döviz kredisi almak serbesttir,
- Gayri menkul satışları üzerindeki yasak kaldırılmıştır ve gayri menkul satışından elde edilen gelirin transfer ettirilmesi serbesttir,
- Türkiye'de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurt dışına TL göndermeleri serbesttir,
- Yabancı sermayenin satışından ya da tasfiyesinden doğan gelirler bankalar ya da özel finans kurumları aracılığıyla ülke dışına transfer edilebilirler,
- Türkiye'de yerleşik olmayan kişilerin TL hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin ana para ve faizleri TL ya da döviz olarak transfer ettirmeleri serbesttir,
- Bankalar ve özel finans kurumları ithalat, ihracat ve görünmez transferler dışında 500.000 \$ ya da eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler,

- Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışında temsilcilik ve irtibat büroları vb. açmaları serbesttir.

### 3.2.7. Bankacılık Sektörüne İlişkin Reformlar

1980’li yıllarda uygulamaya konulan liberalleştirme programına koşut olarak Türk bankacılık sektöründe bir dizi yapısal reform yapılmıştır. Bu reformlardaki asıl amaç, bankalar arasında rekabeti teşvik ederek finansal piyasalarda etkinliği arttırmak ve sistemi kırılğan yapıdan sağlam bir yapıya kavuşturmadır. Bu amaçla, 1983 yılında Merkez Bankası bünyesinde Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kurulmuştur. TMSF’nin asıl amacı, bankacılık sisteminde kırılğanlığın bir sonucu olarak meydana gelen banka iflaslarını ve dolayısıyla yitirilen kamu güvenini yeniden sağlamaktır. Ayrıca, mevduat sahiplerini korumak da öncelikler arasında yer almaktadır. Bankacılık sisteminde yaşanan gelişmeleri 1980’den günümüze iki dönemde incelemek daha yararlı olacaktır. Bu dönemler 1980-1989 ve 1989’dan günümüze kadar olan dönemdir.

Öncelikle 1980-89 sürecini genel olarak inceleyelim. 1980’lerden günümüze kadar olan dönemde onaylanan iki Bankalar Kanunu’ndan birincisi 2 Mayıs 1985 yılında yürürlüğe giren Bankalar Kanunu’dur. Bu kanunda daha çok bankacılık sistemindeki yapısal sorunlar ele alınmıştır. Kanunun temel amacı, bankacılık sistemine sürekli ve etkin bir denetim mekanizması getirmenin yasal altyapısını oluşturmaktır. Buna göre, bankalar standart bir muhasebe sistemi kullanacaklar ve banka işleyişlerini denetlemek için Bankalar Yeminli Murakıpları görevlendirilecektir. Ayrıca, bankalar bağımsız denetçiler tarafından da uluslar arası muhasebe standartlarına göre her yıl denetleneceklerdi. Bu dönemde yaşanan diğer gelişmeleri maddeler halinde kısaca görelim,

- I. 1983’te Bankalar Kanunu’nda yapılan bir değişiklikle Bakanlar Kurulu takipteki alacaklar için tutulan karşılıkları belirlemeye yetkili kılınmıştır,
- II. Ocak 1987’de bankalara, bağımsız dış denetimden geçmiş finansal raporlarını Merkez Bankasına sunma zorunluluğu getirilmiştir,

III. Ekim 1989’da aktiflerindeki risklere karşılık olarak yeterli miktarda sermaye bulduklarını garantilemek amacıyla bankalara BIS kriterlerinde belirtilen sermaye yeterliliği oranlarını tutturmaları zorunluluğu getirilmiştir,

Finansal serbestleşme sürecinde Türk Bankacılık sisteminin 1989 sonrasındaki yapısına bakılacak olursa, sistemin genel işlevinin, doğrudan dışarıdan borçlanma yetisini kaybetmiş bulunan kamu kesimine aracılık yaparak, kamu kesimi borçlanma gereğini finanse etmek olduğu söylenebilir. Kamu kesimi 1993 sonrasında dış borçlanma olanağını yitirmiş ve giderek artan ölçüde iç borçlanma senetlerinin yarattığı finansman olanaklarına yönelmiştir. Bu noktada bankacılık sisteminin asıl fonksiyonu, uluslararası arbitraja dayalı kısa vadeli dış finansmanı, yurt içinde kamu iç borçlanma senetlerinde değerlendirerek reel kazanç elde etmeye yöneltmesi olmuştur. Dolayısıyla bankacılık sistemi doğrudan doğruya rantıye tipi spekülasyon finansman biçimlerine yönelirken, reel sektöre kaynak sağlama işlevini de ikinci plana itmiştir.<sup>69</sup>

Bu dönemde İkinci Bankalar Kanunu (18 Haziran 1999) yürürlüğe koyulmuştur. Bu kanun temelde bankaların finansal yapılarıyla denetim mekanizmasının güçlendirilmesini hedefleyen geniş tedbirler içeriyordu. Bu kanunla, bankacılık sisteminde rekabeti, etkinliği, sağlamlığı arttırmak, bankacılık sisteminden doğabilecek riskleri önlemek ve kamu güvenini kazanabilmek temel amacıyla örgütsel ve finansal açıdan özerk bir yapıya sahip Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) kurulmuştur.

Diğer yandan sözü edilen dönemde Türk bankacılık sisteminin sermaye yeterliliği, aktif kalitesi, likidite, karlılık, gelir-gider yapısı ve sektör payları rasyoları ve alt kalemleri incelendiğinde de yine istikrarlı bir trendden bahsetmek mümkün gözükmemektedir.<sup>70</sup>

---

<sup>69</sup> Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, İletişim Yayınları, 2001, ss. 144-153

<sup>70</sup> Mahir Fisunoğlu, “1990-1999 Yılları Arasında Merkez Bankası ve Bankacılık Sektöründe Gelişmeler ve Para Politikası Üzerine Gözlemler”, **İktisat Üzerine Yazılar j : İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, Oktar Türel’e Armağan, Derleyenler: A.H. Köse-Fikret Şenses-Erinç Yeldan, İletişim Yayınları, 2003, ss. 243-283.



Yukarıda sözü edilen tüm bu yasal düzenlemelere karşın, özellikle kamu bankalarının finansal yapısının kırılabilirliğinin devam etmesi, bankacılık sistemindeki kırılabilirliğin devam etmesinde etkili olmuş ve bu bağlamda 2001 kriziyle birlikte birçok banka iflas etmiştir. Günümüze baktığımızda ise bankacılık sisteminin asıl fonksiyonu olan tasarrufları toplayıp yeni yatırımlara kanallandırmak yerine, bu sektörün finansman oyunları ile kar elde etme güdüsü ile hareket etmeye başladıkları söylenebilmektedir ve fakat özellikle 2002 sonrası küresel piyasalardaki likidite bolluğu göz önüne alındığında Türk bankalarının bu döviz fazlasını göreceli olarak yüksek reel faizlerinde ( uluslararası piyasalarda ortalama % 1-3 arasında iken biz de % 8-12 bandında dalgalı) etkisiyle çekip ( asıl olan bu fonların istikrarlı bir ekonomiye düşük reel faiz ortamında reel yatırım yapmaya gelmesidir) tüketici kredileri şeklinde piyasayı fonladıkları görülmektedir.

### **3.2.8. 1989 Sonrası Dönemin Genel Değerlendirilmesi**

Ülkemizin finansal piyasalarını tamamen serbestleştirdikten sonraki dönemine baktığımızda çok sancılı ve krizlerle dolu yıllar geçtiğini ve geçmekte olduğunu görüyoruz. Bu süreçte yüksek enflasyonla eşanlı olarak kamu mali dengesinde bozulmaların giderek arttığını görüyoruz. Uygulamaya konulan finansal liberalizasyonla, ulusal ekonomi dış şokları karşılama da kullanabileceği uygun para-faiz ve kur politikalarını birbirinden bağımsız olarak belirleme ve uygulama olanağından yoksun bırakılmıştır. Bu bağlamda Merkez Bankası bir taraftan genişleme ve daralma politikalarının aracı olarak faiz haddini kullanma olanağını yitirmiş, diğer taraftan dış ticarete, ulusal üretimin, dengenin sağlanması ve korunması gibi amaçlar doğrultusunda kur politikasının belirlenmesi olanaksızlaşmıştır. Finansal sermaye hareketleri kurların belirlenmesinde ana etken olmuş, mal hareketleri ile sermaye hareketleri arasındaki bağlantı kopmuştur. Yani, faiz ve kurların belirlenmesi özellikle sıcak para girişlerine bağımlı olmaya başlamış, para ve maliye politikaları etkinliklerini hızla yitirmeye başlamıştır. Bu bağlamda ekonomik büyümenin sermaye girişine bağımlı olarak dalgalanmaya başladığı görülmektedir.<sup>71</sup> Yeldan'ın ifadesiyle ise, 1980'de başlayan ve 1989'da tam konvertibilite kararına ulaşan finansal serbestleşme

---

<sup>71</sup> Sönmez, a.g.e., s. 337.

süreci, ulusal ekonomiyi doğrudan doğruya uluslararası spekülâtif finansal kapitalin çıkar alanına itmiş ve sıcak para akımlarına bağımlı bir yapı doğurmuştur. Bu süreç içerisinde denetimsiz kalan uluslararası sermaye hareketleri gerek reel, gerekse finansal ekonomi açısından birer istikrarsızlık unsuru yaratarak ulusal ekonominin dengeli büyümesinin önündeki en önemli engel haline dönüşmüştür. Öte yandan, ulusal ekonominin seyri işsizlik, üretim, enflasyon gibi geleneksel kriterlerden ziyade, ülkenin toplam menkul kıymet ihracının sadece % 3'nü oluşturan hisse senetleri ihraçları sonucunda belirlenen İMKB gösterge endeksleri ile izlenir olmuştur. Bilindiği üzere bu durum siyaset ve yönetin müesseselerinin de söz konusu göstergelere endekslenme sonucunu doğurmuştur.<sup>72</sup>

Bu dönemde hayata geçirilen söz konusu uygulamalar, iktisadi dalgalanmaları arttırmış ve 1990 sonrasında Türkiye iç ve dış kaynaklı dört büyük iktisadi krizle (1994, 1999, 2000, 2001) karşı karşıya kalmıştır. 1990'ların ortalarından itibaren Türkiye artık iktisat politikaları izleme gücünü de kaybetmiştir. Finansal sorunların da etkisiyle eğitim gibi diğer önemli alanlara ayrılan kaynakların giderek düşmesi, uzun vade de politika seçeneklerini ve daha ileri teknolojilerin devreye sokulma şansını azalttığı gibi hastalığın kapsamını da genişletmektedir.<sup>73</sup> Türkiye tüm 1990 sonrası on yılı bu şekilde “istikrarsızlık, kriz, büyüme, kriz, istikrarsızlık” sarmalına dayalı, inişli çıkışlı bir konjonktür ile geçirdikten sonra, bilindiği gibi, 2000 Kasım'dan bu yana top yekün bir iktisadi ve siyasi krizin cenderesine sürüklenmiştir.<sup>74</sup> Bu dönemde büyüyen ödemeler dengesi açıkları, iç ve dış borçlar Türkiye'yi IMF ile yeni stand-by anlaşmaları yapmaya zorlamıştır. 1994, 1999 ve 2001 yıllarında yeni stand-by anlaşmaları yapmış bu anlaşmalarda IMF'nin talepleri çerçevesinde yönetsel, iktisadi ve siyasi alanlarda değişimin dinamiği olan yapısal reformlar öngörülmüştür.

### 3.3. Finansal Serbestleşme ve Türkiye'de Sermaye Hareketleri

Dünya genelinde uygulanmaya başlanan finansal serbestleştirme politikalarının doğal bir sonucu olarak, sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla

<sup>72</sup> Yeldan, a.g.e. , ss. 128-135.

<sup>73</sup> Şevket Pamuk, “Karşılaştırmalı Açından Türkiye’de İktisadi Büyüme”, **İktisat Üzerine Yazılar 1, Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar**, Korkut Boratav’a Armağan, Derleyenler: A.H. Köse-Fikret Şenses-Eriñç Yeldan, 2003, ss. 383-397.

<sup>74</sup> Eriñç Yeldan, “İstikrar, Kim İçin ? Kriz Üzerine Değerlendirmeler”, **Birikim Dergisi**, Kasım, 2002.

birlikte bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler sermaye piyasalarının entegrasyonunda önemli rol oynayıp sermaye hareketlerinin küresel ölçekte gerçekleşmesine neden olmuştur.<sup>75</sup> Uluslararası finansal piyasalar arasındaki etkileşim ve bağların bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler sonucunda güçlenmesi ve piyasaların yeni finansal araçlarla derinleşmesi finansal derinleşmeyi hızlandırmış ve gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya ölçeğinde hareketine imkan sağlamıştır. 1980’li yıllarda yoğun olarak yaşanmaya başlayan finansal serbestleşme sonucunda, uluslararası sermaye, ülkeler arasındaki getiri farklılıkları çerçevesinde hareket etmeye başlamıştır.<sup>76</sup>

Sermaye hareketlerinin yüz yıllık geçmişine baktığımızda temel olarak dört dönemin olduğunu görmekteyiz. Bunlar,

- 1870-1914 (Birinci Küreselleşme)
- 1914-1945 (İki Dünya Savaşı)
- 1945-1971 (Bretton Woods Dönemi)
- 1971-2006 (İkinci Küreselleşme)

Yüz yıllık gelişim süreci incelendiğinde, birinci küreselleşme döneminde sermaye hareketlerinin çok hızlı bir şekilde ilerlediği, bu yükselişin birinci dünya savaşıyla sona erdiği görülmektedir. İkinci dönemde, sermayenin birinci dünya savaşı sonrası yeniden yükselişe geçtiğini, 1931 finansal krizine kadar zirve yapıp, daha sonraki dönemin sonuna kadar azaldığını, ulaşılan dip noktanın hem dönemin hem de tüm dönemlerin en düşük değeri olduğu görülmektedir. Bretton Woods dönemine baktığımızda ise, dönemin başından sonuna doğru ılımlı bir artışın olduğu görülmekte ve bir önceki dönemin zirve noktasına ulaşamamaktadır. İkinci küreselleşme döneminde ise tarihin en hızlı yükselişlerinin kaydedildiğini görüyoruz.

Dünya genelinde gelişmekte olan ülkelere baktığımızda, bu piyasalara olan küresel sermaye akımlarının 1990’ların başından itibaren gözle görülür bir şekilde

---

<sup>75</sup> Şeyda İnandım, **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği**, (TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2005, s.5.

<sup>76</sup> Eriç Yeldan, **Yükselen Piyasa Ekonomisi Olarak Türkiye**, 2005, <http://bilkent.edu.tr/yeldane/Yeldan14-2Mar05.pdf>. Erişim Tarihi: 17.12.2006.

arttığını görüyoruz. Önemli değerlere ulaşan sermaye akımları, sermaye çeken ülke ekonomileri üzerinde önemli etkilere yol açtığı görülmektedir. Bu akımların temel olarak gittikleri ekonomilerde tüketim ve yatırım harcamalarını arttırdığını ve dolayısıyla ekonomik büyümeye katkı yaptığı gözlenmektedir. Ancak bu yapının sermaye çeken ülkelerde talep düzeyini artırıp enflasyonist baskıya ve dolayısıyla da cari açığın artmasına neden olduğu söylenebilir.

Günümüzde küresel sermaye akımları titrek bir mum ışığı gibi en küçük bir hareketten etkilenebilmekte ve küresel piyasalar arasındaki hareketi de o kadar hızlı olabilmektedir. Sermaye hareketlerinin, enflasyon, döviz kuru, kredi hacmi ve cari dış denge üzerinde yarattığı etkilerin, firmalar ve özellikle de bankacılık kesiminde, yeterli düzeyde düzenleyici ve denetleyici bir yapının oluşturulamadığı ülke ekonomilerinde, önemli ölçüde kırılganlıkların oluşmasına ve dolayısıyla istikrarsızlığa neden olduğu bilinmektedir. Bu bağlamda küresel ekonominin yakın geçmişine baktığımızda 1994 yılının da Meksika ve Türkiye’de, 1997 yılında Güneydoğu Asya’da, 1998 yılında Rusya’da ve son olarak da 2001 yılında Arjantin ve Türkiye’de yaşanan krizler, ani sermaye çıkışlarının ne kadar önemli sorunlara neden olabileceğine kanıt oluşturmaktadır. Dolayısıyla, sermaye akımlarının hangi unsurlar tarafından belirlendiğinin bilinmesi, sermaye hareketlerinde ortaya çıkabilecek ani değişikliklere karşı gerekli önlemlerin zamanında alınarak maliyetlerin en aza indirilmesinde kritik önem taşımaktadır.<sup>77</sup>

### **3.3.1. Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelmesini Belirleyen Temel Faktörler ve Türkiye**

Sermaye akımları, genellikle yatırımcıların sermayelerini kanalize edecekleri ülkedeki getiri oranının uluslararası getiri oranından nispi olarak yüksek olduğu ortamlarda meydana gelir. Sermaye hareketlerinin büyüklüğü getiri oranının büyüklüğünün yanında o ülkedeki yatırım işlemlerinin kolaylığına da bağlı olarak

---

<sup>77</sup> Ali Çulha, *A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows Into Turkey*, The Central Bank of the Republic of Turkey, Research and Monetary Policy Department, Working Paper, No: 06/05, Ankara, October, 2006, p. 20.

değişir.<sup>78</sup> Finansal serbestleşme ve teknolojik gelişmeler sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin güçlü bir artış eğilimine girmesi genel kabul görmekle birlikte bu hareketlere neden olan faktörler konusunda görüş birliği bulunmamaktadır.<sup>79</sup>

Uluslararası sermaye akımlarının belirleyicileri, iktisat yazınında genel olarak “iten-çeken” faktörler yaklaşımı çerçevesinde ele alınmaktadır. İten faktörler, gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının belirlenmesinde, gelişmiş ülkelerdeki faiz oranları ve ekonomik aktivite gibi dış belirleyicileri ifade etmektedir. Çeken faktörler ise, sermaye akımlarının yöneldiği bir gelişmekte olan veya yükselen piyasa ekonomisindeki faiz oranları, döviz kuru rejimi, menkul kıymetler borsasındaki fiyat gelişmeleri, enflasyon, makroekonomik istikrar, kredi düzeyi ve sanayi üretimi gibi ekonomik değişkenleri kapsamaktadır. Sermaye akımlarını belirleyen iten ve çeken faktörlerin göreceli öneminin bilinmesi, sermaye çeken ülkelerdeki politika yapıcıların gerçekleştirecekleri tepkiler açısından önem taşımaktadır. Sermaye faktörleri iten faktörler tarafından belirleniyorsa, politika yapıcıların sermaye akımlarını kontrol etmedeki manevra alanı daha kısıtlı olmaktadır. Diğer taraftan, sermaye hareketlerinin belirlenmesinde çeken faktörlerin ağırlığı daha fazlaysa, politika yapıcılar güçlü ve etkin makro ekonomik politikalar geliştirmek yoluyla sermaye akımları üzerinde daha fazla kontrole sahip olmaktadır.<sup>80</sup> Aşağıda bu iki faktör dünya genelinde ve Türkiye özelinde ele alınacaktır. Türkiye özelinde ki sonuçlar ise, TCMB Araştırma ve Para Politikası Departmanınca Aralık 2006 da yayınlanan yapısal VAR analiz sonuçlarına dayandırılacaktır.

## A. Çekici Faktörler

Çekici faktörler sermaye girişlerinin olduğu ülkenin sahip olduğu koşullarla belirlenen faktörlerdir. Küresel piyasalar için ortak sayılabilecek çekici faktörleri maddeler halinde sıralamaya çalışırsak,

<sup>78</sup> Montiel and Reinhart, *The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During The 1990s*, 2001, <http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/text0308.pdf>, p.23., Erişim Tarihi: 08.01.2007.

<sup>79</sup> İnandım, a.g.e.,s.16.

<sup>80</sup> *Enflasyon Raporu 2006-4*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Süreli Yayınlar, s.14.

- ⌘ Genel olarak gelişmekte olan ülkelerde ki finansal araçların getiri düzeyinin yüksek olması,
- ⌘ Ekonomik reformların yapılmış olması,
- ⌘ Makro ekonomik göstergelerdeki iyileşmeler, örneğin, büyüme oranının artması, enflasyon oranının düşmesi,
- ⌘ Gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme doğrultusunda sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırması,
- ⌘ Yurt içi reel faiz ile yabancı paranın yıllık aşınması arasındaki arbitraj imkanlarının olması,
- ⌘ Uygulanmakta olan döviz kuru, vergi uygulamalarının avantaj sağlıyor olması,
- ⌘ Ucuz borsa, IMF garantörlüğü ve uluslararası kredi kuruluşlarının kredi notları,
- ⌘ Ülke içi siyasal istikrar düzeyinin önemli ölçüde sağlanması,

Çekici faktörleri Türkiye özelinde incelersek<sup>81</sup>, söz konusu çekici faktörler üç dönem halinde incelemek daha yararlı olacaktır. Bunlar, 1992:01-2005:12, 1992:01-2001:12 ve 2002:01-2005:12 dönemleridir. Böyle bir ayrıma gidilmesinin nedeni Türkiye'nin 2001 yılında yaşadığı derin ekonomik krizin saptırıcı etkilerinden arınmak ve daha sağlıklı yorum yapmaktır.

Tüm örneklem dönemi (1992:01-2005:12) ve birinci alt dönem (1992:01-2001:12) için yapılan etki-tepki analizine göre, Türkiye'de reel faizlerde ki artış yönlü bir şok Türkiye'den sermaye çıkışına neden olmaktadır. Bu beklenmedik ilişkinin ardında yatan temel neden, Türkiye'de reel faizlerin içerdiği risk primidir. Ekonomik veya siyasal istikrarsızlık dönemlerinde artan risk primi, hızla faizlere yansımakta ve

---

<sup>81</sup> Buradaki tüm sonuçlar 2006-4 Ödemeler Dengesi Raporundaki Yapısal VAR Analiz Sonuçlarına dayanmaktadır.  
Erişim Tarihi: 08.02.2007,  
[www.tcmb.gov.tr/tebliğler](http://www.tcmb.gov.tr/tebliğler)

yüklü miktarda sermaye çıkışlarına neden olmaktadır. Ancak, ikinci alt dönem (2002:01-2005:12) için bakıldığında ise ülkemizde reel faizde ki bir yükseliş ülkeye sermaye çekmeyi başarmıştır. Teori ile uyumlu bu sonuç, ülkemizin 2001 yılında yaşadığı derin krizin ardından ekonomide normalleşmeye dönüş eğilimine girildiğini göstergesi olarak sayılabilir.

Menkul kıymetler borsasındaki fiyat artışları, bir yandan yatırımın getirisinin arttığını gösterirken, diğer yandan da ekonomik temellerdeki sanal iyileşmeye bir işaret olarak kabul edilmelidir. Analiz teoriye uygun olarak, ülkemizde menkul kıymetler borsasındaki fiyat artışları ile sermaye girişleri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu işaret etmektedir. Bu sonuç Türkiye açısından, yatırımın getirisindeki artışın yanı sıra, ekonomik temellerdeki iyileşmenin de sermaye girişinde önemli bir etken olduğunu göstermektedir.

Türkiye’de, hem bütçe, hem de cari açığındaki artışların ülkeden sermaye çıkışlarına neden olduğu bulunmuştur. Bu bulgu, yabancı yatırımcılar açısından, bütçe açığının kamu kesimi kırılganlığının, cari açığın da dış denge kırılganlığının birer göstergesi olarak algılandığını ortaya koymaktadır. Kamu kesimi dengesi ve dış dengede ortaya çıkan bozulma, ekonomik temellere ilişkin risk algılamasını arttırmakta ve sonuç olarak sermaye çıkışına neden olmaktadır.

Sonuç olarak, Türkiye’ye sermaye çeken en önemli etkenin yurtiçi reel faiz oranı olduğunu söyleyebiliriz. Ayrıca, Türkiye’de var olan ucuz borsanın, IMF garantörlüğünün, düşük döviz kurunun, AB yolunda müzakerelere başlanmasının, serbestleşme düzeyinin oldukça yüksek olmasının, Borsada işlem gören firma sayısının oldukça az olması ve dolayısıyla spekülasyona açıklık... gibi unsurlarında çeken faktörler arasında sayabiliriz.

## **B. İtici Faktörler**

İtici faktörler, sermayenin getirisinin düşmesine ve dolayısıyla da daha yüksek getiri oranlarından yararlanmak için ilgili ülkeyi terk etmesine neden olan faktörlerdir. Gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk, düşük faiz oranları, iş dünyasında ortaya çıkan olumsuz koşullar, ülke borçluları tarafından ihraç edilen varlıkların risk-

getiri özelliklerindeki bozulma ve politik gerginlikler sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olan itici faktörlerden bazılarıdır.<sup>82</sup> Bunun faktörlerin yanı sıra gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında ise, yaşanan siyasal çalkantılar, istikrarsız ve kırılgan bir ekonomik yapı, kurumsallaşmamış ve tabana yayılmamış bir sermaye piyasası, kamu mali dengesindeki bozulmalar, ekonomik kriz beklentileri, uluslararası kredi notlarındaki düşme, dış borç geri ödemelerinin aksaması, ülke risk priminin yükselmesi... gibi nedenlerin varlığı da sermayenin o ülkeden çıkmasına zemin hazırlayan nedenler arasında sayılabilir.

Sermaye hareketlerine gelişmekte olan ülkeler açısından baktığımızda, sermaye hareketlerinin herhangi bir ülkeye yönelişinin istenilirliği, söz konusu ülkenin koşullarına göre değişmektedir. Gelişmekte olan ülkeler açısından sermaye girişi dışsık bir finansal şoktur.<sup>83</sup> Kredi sınırlaması altında ve yüksek miktarlarda borcu olan ülkeler için bu şok her ne kadar olumlu gibi görünse de şokun geçici olma özelliği bu yapay iyileşmenin geçici olacağı yönünde bir risk taşımaktadır. Dolayısıyla tüm bu gözlemler altına, gelişmekte olan ülkeler kısa vadeli sermaye hareketlerinin orta vade de ekonomik ve siyasal koşullara bağlı olarak kar güdüsüyle tekrar ülkeyi terk edebileceğini göz önünde bulundurulmalıdır. Herhangi bir sebeple meydana gelecek bir ters yönlü sermaye hareketi krizin şiddetine bağlı olarak ilgili ülkede derin yaralar açabilecektir. Bu bağlamda Türkiye'den sermaye hareketlerinin çıkışına neden olan faktörleri ilgili VAR analizi sonuçlarına dayalı olarak açıklamaya çalışalım.

1992:01-2005:12 dönemini kapsayan analiz sonuçları, Türkiye'ye sermaye girişi ile ABD faizleri arasında beklenmedik bir ilişkiye işaret etmektedirler. Analize göre ABD faizlerindeki bir artış Türkiye'ye sermaye girişlerini arttırmaktadır. Bu durumu nedensellik ilişkisinden ziyade, Türkiye'de Rusya krizinin etkilerinin yaşandığı 1998 yılı ve 2001 yılı ekonomik kriz dönemlerinin ABD faiz indirimleriyle aynı zamana denk düşmesi ile açıklanabilir. Aynı analiz sonuçları, 1992:01-2001:12 (birinci alt dönem) ve 2002:01-2005:12 (ikinci alt dönem) alt dönemleri için yapıldığında farklı bir görünüm ortaya çıkmaktadır. Birinci alt dönem sonuçlarına göre ABD faiz oranlarında ki bir artış, Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını ilk dört ayda pozitif yönlü

---

<sup>82</sup> İnandım, a.g.e., s.20.

<sup>83</sup> İnandım, y.a.g.e., s.21.



etkilediğini ancak, beşinci aydan sonra sermaye çıkışına neden olduğu görülmektedir. İkinci alt dönemde ise, ABD faiz oranındaki bir artış, teoriyle uyumlu bir şekilde, Türkiye’den sermaye çıkışına neden olduğu görülmektedir. Bu gelişmeyi, Türkiye ekonomisinin 2001 krizi sonrası dönemde normalleşme sürecine girmiş olmasıyla birlikte açıklayabiliriz.

Tüm örneklem dönemi için yapılan analizde ABD sanayi üretim endeksine (SÜE) gelen artış yönlü bir şokun, başlangıçta Türkiye’den sermaye çıkışına neden olduğu gözlenmektedir. Bu durumun sebebini ise şöyle açıklayabiliriz, başlangıçta ABD sanayi üretim endeksindeki artışla birlikte ekonomik faaliyetlerde hızlanacak ve bu durum ABD ekonomisi üzerinde enflasyonist baskılar yaratacaktır. Bu baskılar faiz artırımını beklentisinin oluşmasına neden olacak ve küresel ve dolayısıyla da Türkiye’den ABD’ye sermaye akımlarının oluşmasına neden olacaktır. İki alt dönem için yapılan analizde de görülmektedir ki, ABD sanayi üretim endeksindeki artış ile Türkiye’ye sermaye girişi arasında pozitif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Bu sonuçtan hareketle, genel olarak, gelişmiş ülkelerin ekonomik aktivitesindeki hızlanmanın Türkiye’ye yönelik sermaye akımlarını arttırdığı sonucuna varmak mümkün olacaktır.

Sonuç olarak, Türkiye’de tüm örneklem dönemlerine bakıldığında çeken faktörlerin, iten faktörlere göre daha büyük ağırlığa sahip olduğu bulunmuştur. Sermaye hareketlerinin belirlenmesinde iten faktörlerden en önemlisi olarak ABD faiz oranının göreceli önemi daha fazladır. Birinci alt dönemde sermaye akımlarındaki değişimin açıklanmasında en yüksek pay, yurtiçi reel faiz oranlarına aitken, ikinci alt dönemde menkul kıymetler borsası fiyat endeksi en yüksek paya sahiptir. İkinci alt dönemde gözlenen bu gelişme, büyük ölçüde, Türkiye’nin ekonomik temellerindeki hızlı iyileşmenin sermaye hareketleri üzerindeki olumlu etkisini yansıtmaktadır. Yine ikinci alt döneme ait analizden elde edilen önemli bulgulardan biri de, çeken faktörler arasında yer alan cari açığın sermaye hareketlerindeki değişimi açıklamadaki ağırlığının, birinci alt döneme göre belirgin şekilde arttığı yönündedir.<sup>84</sup> Tüm bu faktörlere ek olarak, Türkiye’de yaşanan siyasal istikrarsızlıkların, kırılğan finansal yapının, sürdürülebilir büyüme ve kalkınmanın sağlanamayışının, yapısal reformların hayata geçirilemeyişinin,

---

<sup>84</sup> **Enflasyon Raporu 2006-4**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Süreli Yayınları, s.16.

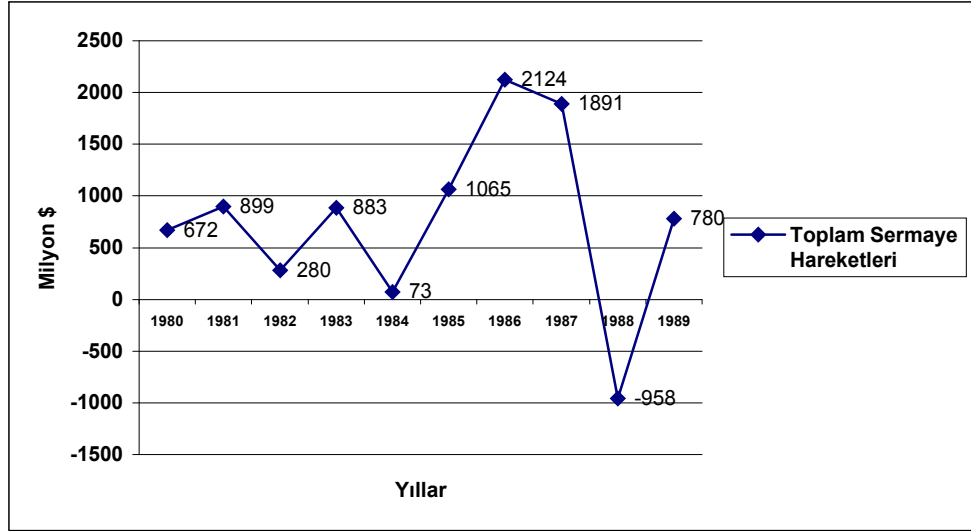
derin olmayan bir borsa yapısının, istikrarsız ekonomik programların...vb gibi sebeplerinde Türkiye’de sermaye akımlarını çıkış yönünde belirtmekte fayda bulunmaktadır.

### **C. Finansal Entegrasyon**

Yukarıda açıklamaya çalıştığımız sermaye akımlarının hareketine neden olan çekici ve itici faktörlerin yanı sıra küresel finansal entegrasyon düzeyi de sermaye akımlarının belirlenmesinde önem taşımaktadır. 1990’lı yıllardan sonra hız kazanan finansal entegrasyon düzeyi, bu piyasalarda yeni finansal araçlar yaratarak, hem hız kazanmış hem de güçlenmiştir. Son yıllarda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler dışa açılma politikalarının bir sonucu olarak döviz hesaplarını liberalize etmektedirler. Bu durum uluslararası sermayenin serbestçe dünya piyasalarında dolaşabilmesine ve hız kazanmasına neden olmaktadır. Özellikle dış tasarruf ihtiyacı duyan ülkeler bu taleplerini büyük ölçüde faiz maliyetine katlanarak ( tabi ki düşük kur da önem arz etmektedir) kısa vadede finanse etmektedir. Bu durum ilgili ülkede yalancı bir bahar havasının oluşmasına ve kısa ve orta vade de şartlar oluştuğunda gelen spekülâtif sermayenin tekrar ülkeyi terk etmesine neden olmakta ve ekonomide derin yaralar açabilmektedir. Bu nedenledir ki özellikle gelişmekte olan ülkeler ya kurumsallaşmış bir sermaye piyasası yaratmaya özen gösterecekler ya da kriz alternatifine katlanmak zorunda kalacaklardır.

#### **3.3.2. Türkiye’de Finansal Sermaye Hareketleri**

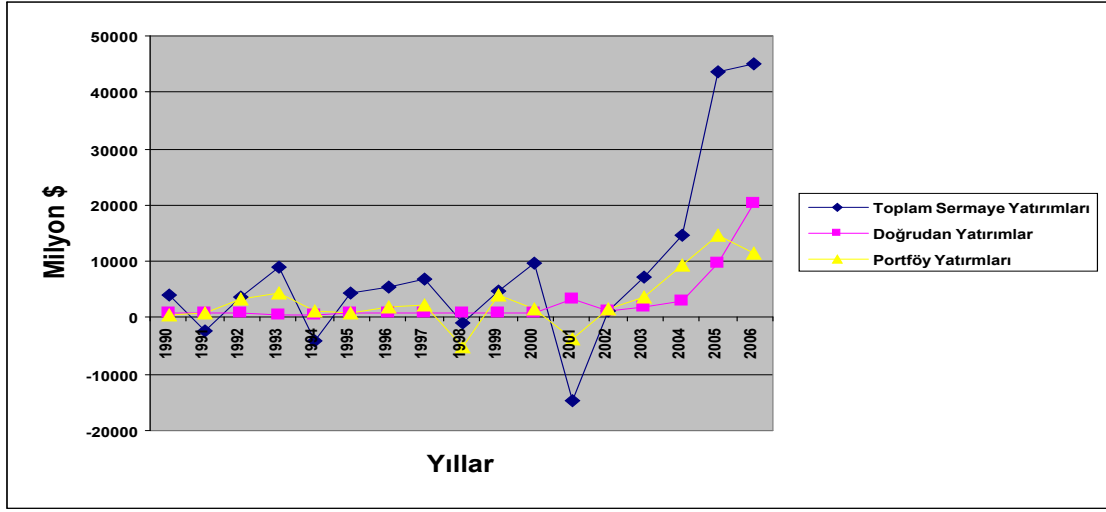
24 Ocak Kararlarıyla birlikte başlayan dışa açılma süreciyle birlikte gerek dış ticaret gerekse de sermaye hareketlerindeki sınırlamaları kaldırmaya yönelik önemli adımlar atılmıştır. Bu kararlar etkisini sermaye hareketleri üzerinde de hissettirmiştir. Türkiye’ye yönelik sermaye hareketlerini toplam sermaye hareketleri başlığı altında 1980-1989 ve 1989 sonrası dönem olarak iki dönem halinde grafik yardımıyla incelemeye çalışırsak, grafikten de görüldüğü üzere 1980’li yılların ilk yarısında Türkiye’ye yönelik sermaye hareketleri sınırlı boyutta ve oldukça dalgalı bir



**Grafik 1.** Toplam Sermaye Hareketleri

**Kaynak:** TCMB, Ödemeler Dengesi Analitik Sunum (1975-2006) verileri kullanılarak bu çalışma için tarafımdan çizilmiştir; [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).

izlenim vermektedir. 1984 yılından itibaren ülkemize yönelik sermaye hareketleri gözle görülür bir şekilde artmıştır. 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 sayılı kararla birlikte bu artış daha çok portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinde görülmüştür. Aşağıdaki grafikte 1989 sonrası Türkiye'ye yönelik toplam sermaye hareketleri, doğrudan ve portföy yatırımlarının gelişimi gözlenmektedir. Grafiğe göre, 1989 sonrası dönemde sermaye hareketleri 1991, 1994 ve 1998 yılları hariç tutulursa hızlanmıştır. Türkiye'ye giren yabancı sermaye miktarı 1980'de 672 milyon dolar iken 1985 de 1 milyar dolara, 1990'da 4 milyar dolara, 1997'de 7 milyar dolara, 2004 yılında 17 milyar ve 2006 yılında 45 milyar dolara yükselmiştir. Özellikle 2005 ve 2006 yıllarında sermaye hareketlerinde büyük artışlar görülmüştür. Toplam sermaye hareketlerini Türkiye açısından doğrudan ve portföy yatırımları olmak üzere iki kategoride incelemek istersek şu sonuçlara ulaşabiliriz,



**Grafik 2.** Türkiye'ye Yönelik Toplam Sermaye Hareketleri, Portföy ve Doğrudan Yatırımlar

**Kaynak:** TCMB Ödemeler Dengesi ( 1975-2006) analitik sunumundan yararlanılarak bu çalışma için tarafımdan çizilmiştir. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).

Doğrudan yatırımlar 1980 sonrası dönemde yıllar itibariyle artış kaydetse de bu artışlar sınırlı düzeyde kalmıştır. Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye girişlerinin özellikle 1980'li yılların ortalarından 1990'lı yılların başına kadar artış kaydettiği ve fakat 1990'lı yıllarının sonlarına kadar önemli bir artış göstermediği görülmektedir. Aşağıdaki tabloda 1995-2006 yılları arası doğrudan yatırımların seyri görülmektedir.

**Tablo 4**

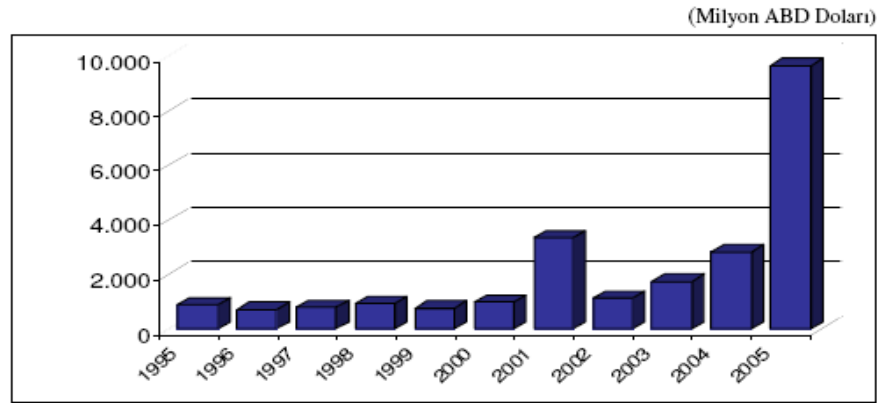
**Türkiye'ye Yönelik Uluslar arası Doğrudan Yatırımlar ( 1995-2006)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Uluslararası Doğrudan Yatırımlar Toplam (Net)	885	722	805	940	783	982	3.352	1.137	1.752	2.883	9.813	19.797
Uluslararası Doğrudan Sermaye	885	722	805	940	783	982	3.352	1.137	754	1.540	7.972	16.875
Sermaye (Net)	885	722	805	940	783	982	3.352	617	737	1.191	8.210	16.789
Giriş	934	914	852	953	813	1.707	3.374	622	745	1.291	8.546	17.446
Çıkış	-49	-192	-47	-13	-30	-725	-22	-5	-8	-100	-336	-657
Diğer Sermaye*	--	--	--	--	--	--	--	520	17	349	-238	86
Gayrimenkul (Net)	--	--	--	--	--	--	--	--	998	1.343	1.841	2.922

\* Uluslararası Sermayeli Firmalara Yabancı Ortaklarından Aldıkları Kredi Geçici Varlıklar. Kaynak : T.C.Merkez Bankası

Fiili giriş yapan doğrudan yatırım miktarı, izin verilen yabancı sermaye yatırımlarının yaklaşık yarısı kadar bir oranda gerçekleşmiştir. Bunun temel nedeni ise, yatırımların gerçekleşme süreleridir. Yapılan yatırımların çoğu izin verilen yılda tamamlanamamakta sonraki yıllarda devam edebilmektedir. Tabloda özellikle 2003 sonrası dönemde giriş miktarlarının önemli derecede arttığı görülmektedir. Doğrudan yatırımlardaki bu seyri aşağıdaki grafikte daha net bir şekilde görebiliriz. 1990-2001 yılları arasında olağan artış ve azalışlar yaşayan portföy yatırımları 2001 krizi sonrası küresel piyasalarda likidite bolluğu olması ve yüksek reel faizler nedeniyle önemli düzeyde artışlar kaydetmiştir.

Sonuç olarak, şunu söyleyebiliriz, Türkiye’de uzun yıllardır süregelen yüksek oranlı enflasyon, siyasi çalkantılar, istikrarsız büyüme, yapısal sorunlar uzun vadeli plan yapmayı engellemiştir. Bu bağlamda ülkemizde uzun vadeli yatırımları arttırmanın yolu, siyasi ve sosyal istikrarın sağlanması, kamu kesimi dengesinin sürdürülebilir kılınması, istikrarlı ve düşük enflasyon düzeyinin sağlanabilmesi, uzun vadeli plan ve projelerin uluslararası piyasalara en etkin şekilde anlatılması, sağlıklı özelleştirme uygulamalarının yürütülmesine...vb etkenlerin hayata geçirilmesine bağlıdır.



**Grafik 3.** Türkiye’de Doğrudan Yatırımlar

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı. [www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr).

Özellikle 2001 krizi sonrası doğrudan yatırımlardaki artış dikkat çekicidir. Bu artışta ekonominin normalleşme sürecine girmesi ve uygulanan sıkı para ve maliye politikaları ile AB ile müzakere tarihinin alınmasının da etkileri olmuştur. Türkiye’ye yapılan en büyük beş doğrudan yatırım tabloda ki gibidir.

Tablo 5

Türkiye’de Yapılan En Büyük Beş Doğrudan Yatırım

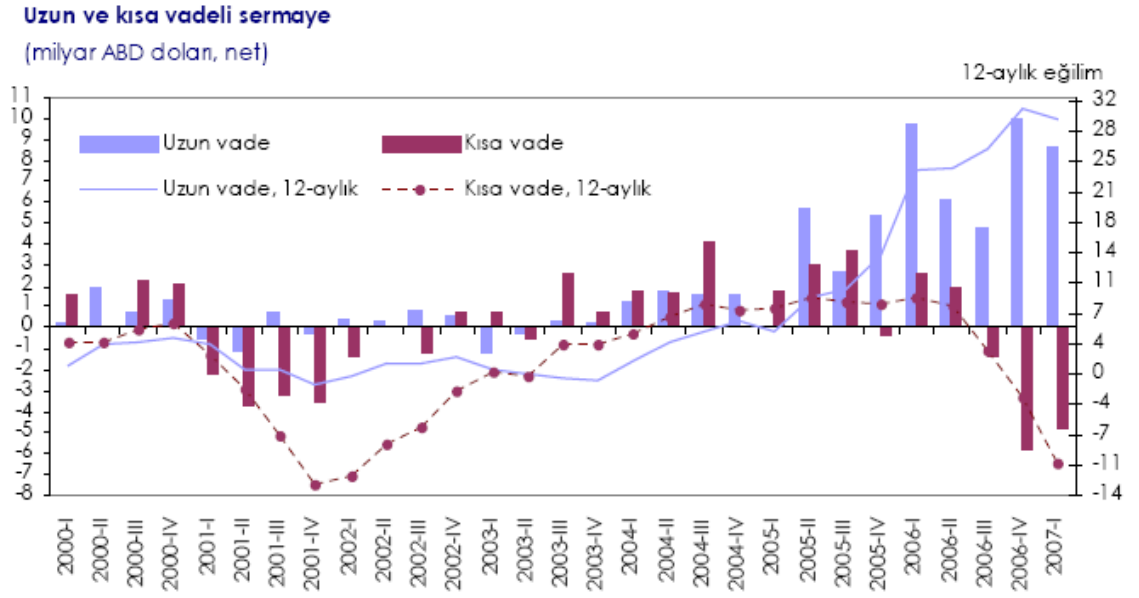
	Satın Alınan Şirket	Satın Alan Şirket	Ülke	Uluslararası Doğrudan Yatırım
1	Garanti Bankası	GE Consumer Finance	ABD	1.806
2	Turkcell İletişim	Alfa Group	Rusya Fed.	1.593
3	Türk Telekom	Oger Telekom	Lübnan	1.500
4	Dışbank	Fortis Bank	Belçika - Hollanda	1.062
5	YKB	Koç Fin. Hizmetler (Unicredito)	İtalya	602

Kaynak: TCMB

\*2005 yılında gerçekleşen nakit girişlere göre

Görüldüğü üzere doğrudan yatırımlar ağırlıklı ABD, Rusya Federasyonu, Lübnan, İtalya ve Belçika-Hollanda kaynaklıdır. En büyük beş doğrudan yatırımda ağırlıklı hizmet sektörüne gelmiştir. Buradan da şu sonuç çıkarılabilir, yapılan doğrudan yatırımlar işsizliğin yoğun olduğu kalifiye eleman niteliklerinden yoksun sektörlere yapılmamış aksine kalifiye elemana ihtiyaç duyan hizmetler sektörüne yapılmıştır.

Portföy yatırımları ülkemize 1986 yılından itibaren gelmeye başlamış ve 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 sayılı kararla birlikte bu yatırımlar hız kazanmıştır. 1990-2001 arası dönemde olağan iniş ve çıkışlar yaşamış ve fakat 2001 sonrası dönemde ise önemli artışlar görülmüştür. Bunda ekonominin normalleşme eğilimine girmesi, küresel piyasalarda oluşan likidite bolluğu ve eşanlı olarak Türkiye’de reel faizlerin göreceli olarak yüksek olması ve AB ile müzakerelere başlanması portföy yatırımlarının artmasında temel neden olmuştur. Portföy yatırımları kısa vadeli sermaye hareketleri olarak bilinmektedir. Bu bağlamda aşağıdaki grafikte 2000 sonrası dönemin bir resmi görülmektedir.



**Grafik 4.** Türkiye’de 2000-2007 Dönemi Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Akımları

**Kaynak:** TCMB, Ödemeler Dengesi Raporu, 2006-3. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).

Grafiğe baktığımızda 2001 krizi ile birlikte çok hızlı ve yüksek miktarlarda kısa vadeli sermayenin ülkeyi terk ettiği görülmektedir. Bu süreç 2003 yılının üçüncü çeyreğine kadar olumsuz koşullarını korumuş ve daha sonra yaşanan gelişmeler ışığında tekrar artmaya başlamıştır. Türkiye’de finansal serbestleşme sonucunda ülkeye giren yabancı sermaye artarken bir yandan da finansal derinleşme göstergelerinde gelişmeler olmuştur. Şimdi de Türkiye açısından bu gelişmelere kısaca inceleyelim,

### 3.3.3. Türkiye’de Finansal Derinleşme

Bir ülkede finansal derinleşmenin düzeyini belirleyebilmek için bazı kriterlere bakmak gerekmektedir. Öncelikle o ekonomide finansal piyasalara bakmak gerekmektedir. Finansal piyasalara bakıldığında ise bu piyasalarda finansal araçlar çeşitliliğinin, kurumsal çeşitliliğin, finansal işlemlerin ekonomide ki düzeyinin yeterliliğinin, finansal düzenlemelerin olup olmadığı gibi göstergeler bizim için finansal derinleşme hakkında fikir verici olabilmektedir. Türkiye’de finansal derinleşmenin düzeyini anlamak için bu göstergelerin düzeyine bakmak yararlı olacaktır.

Türkiye ekonomisinin serbestleşmeye başlamasıyla birlikte finansal piyasalarda sermaye piyasaları da yer almaya başlamış ve her geçen yıl gelişme göstermiştir. Günümüze baktığımızda ise Türk finans piyasalarına, ne bankacılık sektörünün ne de sermaye piyasalarının hakim olduğunu görmekteyiz. Bir ülkenin gelişmiş finansal düzeye ulaşmasının göstergesi olarak, sermaye piyasalarının payının göreceli olarak daha gelişmiş olması gerektiği kriteri göz önüne alındığında Türkiye de gelişmiş bir finansal piyasalardan söz etmek yanlış olacaktır. Türk finans piyasalarına bankacılık ya da sermaye piyasasının hakim olamamasının nedenlerini <sup>85</sup>,

- Finans piyasalarına oligopolistik bir yapının sahip olması,
- Sermaye piyasasında hem birincil, hem de ikincil piyasa kaynaklarının büyük kısmının kamu sektörü tarafından kullanılıyor olması,
- Bankacılık sektörü kaynaklarının da büyük bölümünün, kamu sektörü tarafından kullanılıyor olması nedeniyle bankaların işletmelere yüksek maliyetle kaynak aktarıyor olması

gibi nedenlerle açıklayabiliriz. Finansal derinleşmeyi, bankacılık sektörü ile sermaye piyasaları arasındaki araç ve kurumsal çeşitliliğin artması olarak da tanımlayabiliriz. Bu bağlamda Türk finans piyasalarına baktığımızda finansal kurumların yeterliliği açısından çeşitlilik arz etmediği görülmektedir. Bu durum da finansal fonların büyüme hacmini olumsuz etkilemekte ve bu fonların daha geniş bir kitleye ulaştırılmasını zorlaştırmaktadır. Finansal araçların çeşitliliği açısından baktığımızda ise gelişmiş ülkelerde kullanılan finansal araçların bir kısmının ülkemizde kullanıldığı görülmektedir. Ülkemizde ki sorun finansal araçların çeşitliliği açısından değil bu araçları az sayıda ki kurum tarafından ihraç ediliyor olmasının piyasalarda monopolcü bir yapının var olmasına neden olmasıdır.

Türkiye’de finansal derinleşmeyi daha iyi anlayabilmek için ihraç edilen mali varlıkların GSMH içindeki payının yıllar içindeki gelişimine bakıldığında şöyle bir gelişim görülmektedir.

---

<sup>85</sup> Suna Oksay, **Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı ve Türk Finans Sistemi**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Haziran, 2000, s. 9.



**Tablo 6****İhraç Edilen Mali Varlıkların GSMH İçindeki Payı (%) (1990-2005)**

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>KAMU KESİMİ</b>	5,5	7,4	15,9	16,8	22,7	19,8	35,3	22,9	29,4	38,7	37,5	118,8	45,6	34,7	26,2	15,2
-Devlet Tahvili	3,2	1,8	6,8	7,5	4,8	4,4	8,3	8,0	2,5	27,3	32,3	93,0	21,4	21,1	12,9	7,5
-Hazine Bonosu	2,1	5,4	8,7	9,0	16,7	15,4	24,8	14,9	26,9	11,3	5,2	25,7	24,1	13,6	12,1	6,3
<b>ÖZEL KESİM</b>	1,0	1,0	1,7	3,8	2,1	2,1	1,0	1,0	1,0	1,1	4,6	3,2	1,5	1,2	0,2	0,1
-Hisse Senedi	0,5	0,7	0,5	0,5	1,0	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	2,4	1,0	0,6	0,3	0,08	0,8
<b>GENEL TOPLAM</b>	<b>6,5</b>	<b>8,5</b>	<b>17,6</b>	<b>20,6</b>	<b>24,8</b>	<b>21,9</b>	<b>36,3</b>	<b>23,9</b>	<b>30,4</b>	<b>39,8</b>	<b>42,1</b>	<b>122,0</b>	<b>47,1</b>	<b>35,9</b>	<b>28,7</b>	<b>16,7</b>

Kaynak: Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2004). [www.dpt.gov.tr](http://www.dpt.gov.tr).

Yukarıdaki tabloya baktığımızda, menkul kıymetlerin GSMH içindeki payının 1990'da 6,5'e, 2001 yılında 122'ye yükseldiği daha sonra tekrar düşüş eğilimine girdiğini görmekteyiz. Menkul kıymet içindeki kamu payının özel kesime göre 1990'lı yıllardan 2005'e kadar olan süreçte devamlı olarak büyük olduğu görülmektedir. Sürecin bütününe bakıldığında kamu payının yaklaşık olarak % 95'ni oluşturduğunu görmekteyiz. Bu durum bize Türkiye'de yaşanan finansal serbestleşme sürecinde devletin fon talep açığının hemen hemen tamamının devlet iç borçlanma senetlerine dayandırıldığına göstergesidir. Bu durum ülkemizde yüksek reel faizlerin oluşmasına ve dolayısıyla üretim ekonomisinden rant ekonomisine geçildiğinin en önemli göstergesidir.

Finansal derinleşmeyi daha iyi anlamak için başka bir gösterge olan parasal büyüklüklerin GSMH içindeki payına bakmak gerekecektir. Bu bağlamda aşağıdaki tablo bizlere 1990-2005 dönemi açısından bir resim çizmektedir.

**Tablo 7****Parasal Büyüklüklerin GSMH İçindeki Payı (1990-2005)**

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
M1	7,9	7,4	7,1	6,5	5,9	4,9	6,0	5,4	4,8	5,5	5,4	6,2	5,8	6,5	6,7	8,5
M2	18,0	18,5	17,3	14,1	16,2	16,0	19,5	19,3	21,3	28,1	24,8	26,2	22,5	23,2	25,3	31,4
M2Y	23,5	26,5	26,6	23,7	30,7	30,7	35,9	36,3	37,8	51,3	44,6	58,0	48,6	42,3	43,0	47,2
Toplam Mevduat	16,6	16,7	15,6	12,6	14,5	14,2	18,7	18,4	20,4	27,7	24,4	25,0	21,1	22,0	25,3	29,8
-Vadesiz Mevduat	1,3	1,1	1,1	1,0	0,9	0,7	0,9	0,8	0,6	0,8	0,7	0,8	0,8	1,1	1,2	1,7
-Vadeli Mevduat	7,5	8,4	7,5	5,3	7,6	8,1	10,7	10,1	11,4	16,2	13,5	14,4	11,7	11,5	13,3	16,1
Döviz Tevdiat Hesapları	5,5	8,2	9,6	9,9	15,4	16,0	17,5	18,7	17,8	23,5	20,2	31,8	27,2	20,0	18,4	15,7
Toplam Mevduat	22,1	24,9	25,2	22,5	29,9	30,2	36,2	37,1	38,2	31,2	44,6	59	40,2	42,1	42,6	45,5

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2004). [www.dpt.gov.tr](http://www.dpt.gov.tr).

Yukarıdaki tablodan görüldüğü gibi toplam mevduatın GSMH içindeki payında 1990-2005 döneminde artış görülmüştür. Bu artışın temelinde döviz tevdiat hesaplarının payının artması ana etken olarak görülmektedir. Bu artışın temel nedeni, ekonomik istikrarsızlığın yaşandığı bu dönemde hane halklarının paranın değer yitirmesinden korunmak için TL mevduatlarını döviz tevdiat hesaplarına yatırmaları önemli etkenlerden birisi olarak gösterilebilir.

Para arzı tanımlarında ki göstergelere baktığımızda ise genel olarak M1 tanımında durağan bir sürecin, M2 tanımında artışların, M2Y tanımında ise düzenli artışlar olduğu görülmektedir. Sonuç olarak, döviz hesaplarının giderek büyüdüğü ve ekonomik bireylerin ulusal paradan yabancı paraya doğru bir ikame sürecinin (dolarizasyon) yaşandığını görmekteyiz.

### 3.4. Finansal Serbestleşme Uygulamaları ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi

Bu bölümde global piyasalarda özellikle 1990 sonrası dönemde trend kazanan ekonomik serbestleşme çabalarının Türkiye bağlamında etkileri literatür çalışmaları da göz önüne alınarak açıklanmaya çalışılacaktır. Ama daha önce finansal serbestleşme uygulamalarının dünya ölçeğindeki genel sonuçlarını ortaya koymanın daha yararlı olacağına inanmaktayız.

Finansal liberalizasyon teorisinin görüşlerini savunan çevreler neoklasik teori çerçevesinde, küresel sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerde yetersiz olan tasarruf arzını destekleyeceğini ve böylece uzun dönemde yatırımların ve ekonomik büyümenin artacağını ileri sürüyorlardı. Bu mekanizmayı ise yüksek yurtiçi faiz oranlarının yabancı sermayeyi ilgili ülkeye çekme cazibesinin çalıştıracağına inanılmıştı. Bu süreç, faiz oranının ülkeler arasında eşitlenmesine yol açarken, rekabetin artmasıyla finansal piyasaların daha etkin çalışacağını ve sonuç olarak hükümetlerin daha disiplinli ve verimli ekonomik politikalara yöneleceğine inanılmıştı. Ancak yapılan çalışmalar, gelişmekte olan ülkelere akan sermaye miktarı arttıkça bu ülkelerdeki yatırımların getirisinin gelişmiş ülkelerin düzeyine inmediğini göstermektedir.

Gelişmekte olan ülkeler açısından küreselleşmenin daha çok üretken olmayan spekülasyon kısaca vadeli sermaye niteliğinde olduğu, bunun da yüksek reel faizlerle birlikte sürdürülebilir istikrarlı büyümeyi, yatırımları, istihdamı, cari işlemler ile bütçe denliğini engellediği görülmektedir. Özellikle 1990 sonrasında para sermaye niteliğinde olan merkezden, çevredeki gelişmekte olan ülkelere doğru bir süreci izleyen küreselleşme ile Meksika, Arjantin, Doğu Asya ülkeleri ve Türkiye gibi serbestleşme politikaları uygulayan gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları krizlerin aynı döneme denk gelmesi doğal olarak küreselleşmenin para sermaye yönü ile bu ülkelerde yaşanan krizler arasında bir korelasyonun olma ihtimalini güçlendirmiştir.<sup>86</sup>

Türkiye'ye gelen uluslararası sermaye hareketlerinin etkileri konusunda önemli bir literatür oluşmuştur. Bunların önemli bir kısmı ( Boratav, 1994a; Boratav, 1994b; Akyüz ve Boratav, 2002; Boratav, 2001; Uygur, 2001; Ulengin ve Yentürk 2001; Çimenoglu ve Yentürk, 2002) Türkiye'ye gelen uluslar arası sermaye hareketlerinin etkilerini ekonomik krizler çerçevesinde ele almaktadır. Türkiye ekonomisi üzerindeki çalışmaların sonuçlarını şu şekilde özetleyebiliriz: Günçavdı, Belanay ve McKay (1999), Türkiye'de uygulanan serbestleşme programının faiz oranlarını yükselttiğini ancak kredi arzı kıtlığına pozitif etki yaptığı sonucuna ulaşmışlardır. Günçavdı ve Küçükçiftçi (2001) ise bu politikaların finansal kesim ile reel kesim arasındaki ilişkiyi

---

<sup>86</sup> Burak Atamtürk, **Finansal Liberalizasyonun Etkileri**, İktisat Dergisi, sayı: 438, s.42.

zayıflattığı sonucuna ulaşmışlardır. Sancak (2002), Türkiye’de uygulanan finansal liberalleşme politikaları sonucunda liberalleşme öncesi döneme göre firmaların sermaye kısıtı açısından herhangi bir gelişme olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.<sup>87</sup>

Yabancı sermayenin bir türü olan dolaysız yabancı sermaye üzerine yaptığı çalışmada Arslanoğlu (2000), Türkiye’nin yabancı sermayeden beklediği faydayı elde edemediği sonucuna ulaşmıştır. Aynı çalışmada Arslanoğlu, Türkiye’ye gelen yabancı sermaye yatırımlarının bir taşma etkisi\* yaratmadığını belirtmiştir. İnsel ve Sungur (2003) ise yaptıkları ekonometrik çalışmada şu ekonomik sonuçlara ulaşmışlardır,

- Kısa vadeli sermaye hareketi ile resmi rezervler arasındaki negatif ilişki kısa vadeli sermaye girişinin resmi rezervleri önemli oranda arttırdığını, ancak çıkışının ise azalttığını göstermektedir,
- Portföy yatırımları cari işlemler açığı arasındaki ilişki, portföy yatırımlarındaki artışın cari açığı arttırdığını göstermektedir. Bunun nedeni, sermaye girişinin yol açtığı ithalat artışıdır,
- Diğer uzun vadeli sermaye girişi mevduat bankası hanehalkı ve tüketici kredilerinin ve toplam sabit sermaye yatırımları olumlu etkilemektedir. Böylece genellikle bankalar tarafından kullanılan uzun vadeli sermaye akımı hem yatırımları hem de tüketimi arttırıcı rol oynamaktadır,
- Toplam sermaye girişinin artması cari açığı, MVB özel sektör kredilerini ve resmi rezervleri arttırmaktadır.

Bu bulgular, sermaye akımlarının bir yandan ithalatı kolaylaştırarak cari açıkları genişlettiğini ve böylece yüksek rezerv tutma zorunluluğu getirdiğini, diğer yandan da yansımaya mekanizmasının krediler yoluyla reel sektörü etkilediğini göstermektedir.<sup>88</sup>

---

<sup>87</sup> Ferit Kula, **Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler**, Cumhuriyet Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:4, Sayı:2, 2003, s. 146.

\* **Taşma Etkisi**, çok kabaca dolaysız yabancı sermaye yatırımlarına bağlı olarak ulusal firmaların verimliliklerinde ortaya çıkan artış olarak tanımlanabilir.

<sup>88</sup> Aysu İnsel ve Nesrin Sungur, **Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği- 1989:3-1999:4**, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, Aralık, 2003, s.22.

Ayrıca bu çalışmada aşağıdaki unsurlar arasında da kalıcı ilişkiler bulunduğu saptanmıştır.

- ✓ Resmi rezervler ile kısa vadeli sermaye akımları,
- ✓ Cari açık ile portföy yatırımları,
- ✓ Mevduat bankası tüketici kredileri ile diğer uzun vadeli sermaye hareketleri,
- ✓ Resmi rezervler ile toplam sermaye hareketleri.

McKinnon-Shaw hipotezinin, reel faizlerin yükselmesi ile tasarruf ve yatırımların artacağını savunan görüşü Türkiye bağlamında anlamlı sonuçlar vermemiştir. Örneğin 1989 sonrası süreçte faiz oranları sürekli artarken tasarruf miktarının milli hasıla içindeki payı ve özel sabit sermaye yatırımlarının milli hasıla içindeki payı artış göstermemiş aksine düşüşler yaşanmıştır. Aşağıdaki tabloda bu anlatımlar daha rahat görülmektedir.

**Tablo 8**

**Yıllar İtibariyle Tasarruf ve Özel Sabit Sermaye Yatırımları Rasyoları**

Yıllar	Yurtiçi Tasarruf/GSMH	Özel Sabit Sermaye Yatırımları/GSMH
1987	23,9	14,7
1988	27,2	17,3
1989	22,1	15
1990	22	15,7
1991	21,4	16,2
1992	21,6	16
1993	22,7	19,1
1994	23,1	19,6
1995	22,1	19,8
1996	19,8	20
1997	21,4	20,2
1998	22,7	18,1
1999	21,2	15,6
2000	18,1	15,6

**Kaynak: DPT verileri, [www.dpt.gov.tr](http://www.dpt.gov.tr).**

Tablodan da görüldüğü gibi, Türkiye’de 1989 yılında başlayan serbestleşme süreci, tasarruf ve yatırımlar üzerinde arttırıcı bir etki yapmamıştır. Yükselen reel faizler, kur-faiz arbitrajından yararlanmak isteyen sıcak parayı ülkeye çekmiştir. Ayrıca bu dönemde Türkiye’ de finansal derinlik (M2Y/GSMH), mali kırılganlık ( K.V. Dış Borç/ GSMH) ve mali kırılganlığın ( PBRM/M2Y) merkez kapitalist ülkelerin oranlarından ciddi ölçülerde sapmalar olduğu görülmüştür.<sup>89</sup>

Kula (2003), yaptığı çalışmada bulduğu sonuçları Yang (2002)’in sonuçlarıyla karşılaştırdığında şu sonuçlara ulaşmıştır,

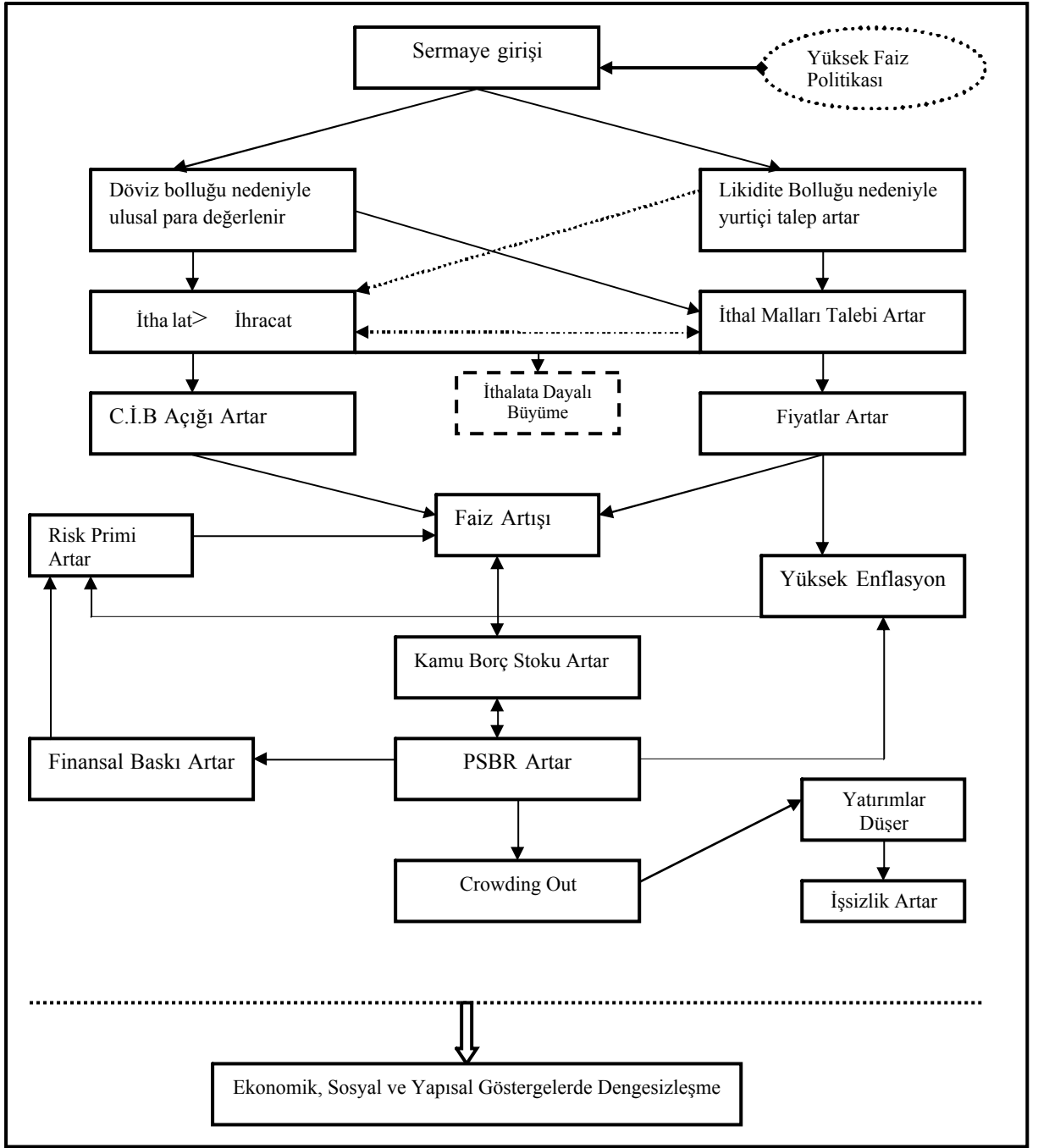
- I. Dolaysız yabancı sermaye ile sermaye birikimi ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.
- II. Finansal sermaye hareketleri ile sermaye birikimi ve ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Ama finansal sermaye hareketlerinin alt kalemlerinden olan portföy yatırımları ile bu değişkenler arasındaki korelasyon anlamsız çıkmış ve fakat diğer alt kalem olan Diğer Sermaye Hareketleri arasındaki korelasyonu ise pozitif yönlü bulunmuştur.

Sonuç olarak, Türkiye bağlamında yabancı sermaye hareketlerinin 1989 sonrası ekonomi üzerindeki etkisini aşağıdaki şekil yardımıyla açıklayabiliriz. Şekle bakıldığında 1989 sonrası dönemde Türkiye’ye gelen yabancı sermayenin temelde düşük kur-yüksek faiz nedeniyle giriş yaptığını görmekteyiz. Türkiye’ye gelen yabancı sermayenin yapısal analizi yapıldığında doğrudan yatırımdan çok portföy yatırımları şeklinde geldiğini görmekteyiz. Bu durum sermaye piyasalarının kurumsallaşamamış ve derinleşmemiş olduğu bir ülkede orta ve uzun vadede kar realizasyonu sonucu yüksek miktarlarda çıkışlarına neden olacak ve kriz ortamına sürüklenme başlayacaktır. Peki bu süreç Türkiye açısından nasıl işlemektedir. Gerekleri şartların oluştuğunu gören spekülasyon para ülkeye giriş yapar. Bu durumda piyasalarda yabancı bir bahar havası oluşur. Görünüşte ülkenin ihtiyaç duyduğu döviz talebi karşılanmıştır ve fakat bu finansman ihracat gelirleriyle olması gerekirken elbet bir gün ülkeyi terk edecek olan

---

<sup>89</sup> Atamtürk, a.g.e., s. 44.

rantiyer parayla karşılanmıştır. Ülkeye giren yabancı sermaye Türkiye’yi temelde iki yönden tehdit etmiştir ve etmektedir. Bunlardan birincisi kur kanalıdır. Ülkeye giren yabancı sermaye kurun düşmesine yani ulusal paranın değerlenmesine neden olur, bu durumda ucuzlayan ithal malları nedeniyle ithalat artar ihracat azalır ve dolayısıyla orta ve uzun vadede cari işlemler bilançosu açıkları sürdürülemez düzeye yükselir. Bu durumda eğer sabit döviz kuru uygulanıyorsa kur reel olarak değerli olduğundan devalüasyon kaçınılmazdır. Aksine dalgalı döviz kuru uygulanıyor ve Merkez Bankasının temel aracı kısa vadeli faiz oranları ise bu durumda bu açığı finansa etmek için faiz artırımı kararları alınacaktır. Nitekim Mayıs 2006 mini krizi bu duruma bir örnektir. Faiz, ikinci bir kanaldan daha artabilecektir. Bu kanalda talep yönlüdür. Şöyle ki, giren sermayenin doğrudan yatırımlara gitmediği bir durumda bu sermayenin tüketicinin satın alma gücünde sanal bir artış sağlayarak yurtiçi arzı geçtiği ortamda hem fiyatlar genel düzeyinde artışa sebep olacak ve dolayısıyla da faizler üzerinde olumsuz etki meydana getirecek hem de ithal malları talebini arttırarak ödemeler dengesinin daha fazla açık vermesine neden olacaktır. Bu durumda Merkez Bankası Sterilizasyon politikası gereği piyasaya tahvil sürüp dolar depo işlemleri yaparak belki talep artışını frenleyebilecek ve fakat bu azalış faizlerin artışı pahasına olacaktır.



Şekil 3

### Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Etkileri

**Kaynak:** Tarafımdan bu çalışma için geliştirilmiştir.

Artan faiz oranları kamu borç stokunda artmasına neden olacak ve dolayısıyla kamu kesimi borçlanma gereği ( PBRs) zaman içerisinde yükselecek ve özel



sektörü dışlayan crowding-out etkisi ortaya çıkacaktır. Bu durumda yatırımlar azalacak ve işsizlik artmaya başlayacaktır. PBRs'nin artması ise ekonomi üzerindeki finansal baskıyı arttıracak, buna bağlı olarak ülke risk primi dünya piyasalarında artacak ve kamu daha yüksek faizden borçlanmak zorunda kalacaktır. İşte tüm bu anlatımlar sonucu ülke ekonomisi bir sarmalın içine girecektir ve ortalama dört ya da beş yıl arayla ekonomik kriz yaşama mahkum olacaktır.

Yukarıda anlatılanlar ülkemizin 1989 sonrası dönemde yaşadığı kısır döngünün bir özetidir. zetin zeti olarak şunu söyleyebiliriz ki, Türkiye'ye gelen yabancı sermaye reel ve finansal göstergelerde oynaklıkları arttırmış, ekonomik faaliyetlere kısa dönemli bir bakış açısı getirmiş ve istikrarsızlığın artmasında başlıca rol oynamıştır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### PARA POLİTİKASI VE TÜRKİYE’ DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

Bu bölümde öncelikle para politikasının genel çerçevesi belirtilecek, ikinci alt bölümde para politikasının etkinliğine yönelik iktisadi yaklaşımların görüşleri kısaca ele alınacak, üçüncü alt bölümde ise açık ekonomide para politikasının etkinliği tartışmaya açılıp, son bölümde Türkiye’de uygulanan para politikalarının genel çerçevesi ele alınarak bu bölümün açıklamaları tamamlanacaktır. Bu bölümde yapılacak açıklamalar bir tez konusu niteliğinde olduğu gerçeği dikkate alınarak çalışmamızla ilgili kısım kadar ayrıntıya yer verilecek ve açıklamalar ana hatlarıyla ele alınacaktır.

#### 1. PARA POLİTİKASININ GENEL ÇERÇEVESİ

Politikayı, önceden belirlenmiş bir hedefe ulaşmak için takip edilecek yolun ve aşılacak engellerin tespit edilerek, mevcut imkanların rasyonel kullanılmasıyla söz konusu hedefe ulaşmada kararlar alınması ve bu kararların uygulanmasıdır şeklinde tarif edebiliriz.<sup>90</sup> Tarifi bu şekilde ortaya koyduğumuzda, ekonomi politikasının içeriği de kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede ekonomi politikası da, önceden belirlenmiş ekonomik hedeflere varmak için mevcut araçlardan rasyonel bir şekilde faydalanarak bu hedeflere en kısa yolla ulaşma sanatı olmaktadır.<sup>91</sup> Bu bağlamda ekonomi politikası hedeflerine ulaşmak için bazı araçlardan yararlanır. Bu araçlardan bir tanesi para politikasıdır. Para politikası merkez bankaları tarafından uygulanan bir ekonomi politikasıdır. Ekonomi politikalarının klasik iktisattan günümüze bakıldığında nasıl bir gelişme gösterdiğini görmek çalışmamız açısından faydalı olacaktır.

Bilindiği üzere klasiklerle başlayan bilimsel iktisat, ekonomide fiyat mekanizması yoluyla tam istihdamın sağlanacağını ve dolayısıyla ekonomiye kesinlikle dışarıdan bir müdahalenin olmaması gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Dolayısıyla aktif ekonomi politikalarına karşı durmuşlardır.

<sup>90</sup> Akif Primoğlu, **Para Politikası**, Eskişehir, 1991, s.2.

<sup>91</sup> Muhammet Akdiş, **Para Teorisi ve Politikası**, Beta Yayınları, Denizli, 2001, s. 163.

1929 yılında yaşanan büyük buhranın kaynağı olarak talep yetersizliği olduğu görülmüş ve bu eksiği piyasanın fiyat mekanizması yoluyla kendi kendine düzeltmediğini gören Keynes, ekonominin talep yetersizliği dolayısıyla eksik istihda bulunduğunu ve devletin böyle bir durumda özellikle maliye politikasıyla ekonomiye müdahale etmesi gerektiği görüşünü ortaya atmıştır. Tabii, Keynes para politikasına da tamamen karşı olmayıp sadece tali bir politika aracı olarak görmüştür.

Keynes ile başlayan iktisadi devrim 1970'li yılların başında yaşanan petrol şokuyla beraber sekteye uğramış ve Keynes'in temel önermelerinin sonuçları piyasa tarafından doğrulanmamaya başlamıştır. Bu dönemde yaşanan büyük maliyet şoklarıyla başlayan enflasyon süreci işsizliği de bünyesine alarak yepyeni, o güne kadar hiç görülmemiş bir olgu olan stagflasyon (durgunluk içinde enflasyon) olgusunun ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu durum Keynes'in öngörmediği bir durumdu.

Yaşanan stagflasyon süreci, parasalcı akımın ortaya çıkmasına ve yaygın kabul görmesine neden olmuştur. Parasalcılara göre yaşanan bu sürecin temel nedeni dengesizce kullanılan para arzı politikalarıdır. Parasalcı görüş Keynes'e zıt olarak aktif para politikalarının uygulanması gerektiğini ve piyasadaki para arzının her yıl ekonomik büyüme oranıyla doğru orantılı bir şekilde artırılması gerektiğini savunmuşlardır. İşte bu dönemden günümüze kadar para politikaları süreç içerisinde bünyesine yeni finansal araçlar da ekleyerek gelişimini sürdürmüştür.

Para politikası bu bağlamda, paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hane halklarının bekleyişlerini etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik olarak oluşturulan stratejiler bütünü olarak tanımlanabilir.<sup>92</sup> Bir başka ifadeyle, para politikası, merkez bankasının ülke ekonomisindeki toplam faaliyet hacmini amaçlanan yönde etkilemek için para ve kredi hacmini değiştirici politikalar izlemesidir.<sup>93</sup>

Dünya da kurulan (gerçek anlamda) ilk Merkez Bankası olan İngiltere Merkez Bankasıdır. Merkez bankacılığının zaman içerisinde gelişmesiyle birlikte ekonomi politikalarının parasal kısmını yönlendirmede etkin rol üstlenmişlerdir. Bu süreç merkez

<sup>92</sup> Timur Önder, Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2005, s. 4.

<sup>93</sup> Ömer Eroğlu, **Para Teorisi Politikası: Ders Notları**, Süleyman Demirel Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 50, Isparta, 2004, s. 140.

bankalarının bağımsızlıklarını kazanmasıyla daha da etkin hale gelmiştir. Görülmektedir ki merkez bankasının bazı nihai hedefleri olabilmektedir. Örneğin, büyümenin sağlanması, fiyat istikrarının sağlanması, ödemeler dengesinde istikrarın sağlanması gibi. Merkez Bankasının zaman içerisindeki gelişimine bakıldığında günümüze yaklaştıkça artan tecrübelerle de birlikte bir çok ülkenin merkez bankasının temel hedefinin fiyat istikrarını sağlamak yönünde olduğu görülmektedir. Bu amaçlara ulaşabilmek için merkez bankaları bazı araçları da kullanmaktan çekinmeyeceklerdir.

Çalışmamın bu bölümünde para politikasının amaçları, araçları üzerinde durulacak, daha sonra para politikasında uygulanan stratejiler genel hatlarıyla okuyucuya gösterilecek ve son olarak da para politikalarının etkinliği açısından önemli olan parasal aktarım mekanizmaları ele alınacaktır.

## **1.1. PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI**

Ekonomi politikalarının amaçlarını asli ve tali hedefler olarak ikiye ayırmaya çalışırsak. Asli hedefler içerisinde, kaynakların tam olarak istihdamı, fiyat istikrarının ve sürdürülebilirliğinin sağlanması, istikrarlı bir ekonomik büyüme trendinin yakalanması ve ödemeler dengesinde istikrarın sağlanması biçiminde dört noktada toplayabiliriz. Tali hedefler olarak da, faiz oranlarında, finansal piyasalarda, döviz piyasalarında istikrar, gelir ve servet dağılımını düzeltmek, faktör dağılımını düzeltmek, kamusal ihtiyaçları karşılamak, bazı sektörler öncelik tanımak ve onları korumak, özel tüketim alışkanlıklarını düzeltmek, temel mallar arzını güvence altına almak gibi çeşitli hedeflerde gözetilebilir.<sup>94</sup>

Para politikası uygulamaları aracılığıyla gerçekleştirilmeye çalışılan amaçlar zaman içinde büyük değişiklikler göstermiştir. 1. Dünya Savaşı öncesinde para politikasının temel amacı, fiyat istikrarının sağlanması olarak belirlenmiştir. Savaş sonrası artan işsizlik ve ABD’de 1946 yılında çıkarılan İş Kanunu ile, iş bulmanın milli ekonomi politikası amacı haline gelmesi, para politikalarına istihdam amacının da eklenmesi gerektirmiştir. Savaş sonrası, Avrupa ve Japonya’nın iktisadi büyüme oranlarının, ABD’yi tehdit eder biçimde geçmesi ile birlikte para politikasının üçüncü

---

<sup>94</sup> Önder, a.g.t., s. 4.

bir amacı olan büyüme amacı ön plana çıkmıştır. 1950'lerin sonları, 1960'lı yılların başında ise, dış ödemeler dengesinin sağlanması, para politikasının ulaşmayı hedeflediği amaçlar arasında yer almıştır.<sup>95</sup> Şimdi kısaca asli amaçları açıklamaya çalışalım,

### **1.1.1. Tam İstihdam**

Ekonomi politikasında tam istihdamın amaç olarak belirlenmesi 1929 dünya ekonomik krizine kadar uzanmaktadır. Tam istihdam kavramını dar ve geniş anlamda olmak üzere iki şekilde tanımlayabiliriz. Dar anlamda tam istihdam, sadece emek faktörünün tam istihdam edilmesidir. Geniş anlamda ise, tüm üretim faktörlerinin istihdam edilmesidir.

Para politikası uygulaması açısından tam istihdamın amacı, konjonktürel işsizliğin önlenmesini, yapısal, mevsimsel ve arazi işsizlik türlerinin giderilmesini ya da ortadan kaldırılmasını da içerir.<sup>96</sup> Ancak tam işsizlik ekonomide mevsimsel ve arazi işsizliğin bulunmasına mani değildir. Bu tür işsizlikler kabul edilebilir. Dolayısıyla gelişmiş bir ekonomide % 1-3 arası, gelişmekte olan ülkelerde ise % 5-8 arası ortalama bir enflasyon oranı normal kabul edilmektedir. Merkez bankası tam istihdamı sağlamak adına elindeki etkin bir araç olan kısa vadeli faiz oranları kullanarak piyasada yatırım ortamının karlılığınsa etki ederek tam istihdamı sağlamada yardımcı olabilir. Kesinlikle sağlar ifadesini kullanmadık, çünkü, sadece faiz politikasıyla bu amaca ulaşmak yerine diğer ekonomi politikası araçlarını da etkin olarak eşanlı olarak kullanmak suretiyle tam istihdamı sağlamada daha başarılı olunduğu yaşanan ülke deneyimleriyle kanıtlanmıştır.

### **1.1.2. Ekonomik Büyüme**

İkinci Dünya Savaşı öncesi dönemde, ekonomik büyüme, konjonktür olgusuyla beraber değerlendirilmiş ve kısa dönemli ekonomik dalgalanmaların önlenmesi daha önemli görülmüştür. Ancak bu savaştan sonraki dönemde ilgi, uzun dönemli ekonomik gelişmelere yani büyüme trendlerine yönelmiş ve ekonomik büyüme bir ekonomisi

---

<sup>95</sup> Vildan Serin, **Para Politikası: Tarihi, Teorik Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması**, Fatih Yayınevi Matbaası, İstanbul, 1987, s. 8.

<sup>96</sup> İlker Parasız, **Para Politikası Türkiye Uygulaması**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Beşinci Baskı, Bursa, 1998, s. 1.

politikası haline gelmiştir.<sup>97</sup> Ekonomik gelişme olması için öncelikle yurtiçi tasarruf arzının yeterli düzeyde olması, gelişmiş bir mali piyasanın olması ve etkin bir para ve kredi mekanizmasının ve kabul edilebilir bir parasal arzın olması gerekir. Dünya’da özellikle gelişmekte olan ülkelere bakıldığında bu ülkelerin büyümeyi enflasyon pahasına gerçekleştirdikleri görülmektedir. Bu süreç belki kısa vadede ilgili ülke için bir balon etkisi yaratsa da orta ve uzun vadede yüksek enflasyon düzeyleri kamu kesimi dengesinde şiddetli bozulmalara neden olarak yatırımlar üzerinde ve dolayısıyla da ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratacaktır.

Merkez bankaların birçoğunun ve ülkemizde de bilindiği üzere ilk hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu hedef doğrultusunda uygulanan sıkı para politikaları reel faizleri yükseltip ve dolayısıyla yatırım ortamını olumsuz etkileyebilmektedir. Bu anlamda merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarı olabilir ve fakat be başarı uzun dönemli düşük büyüme oranları ve dolayısıyla işsizlik pahasına sağlanmamalıdır. Sonuç olarak merkez bankası politikaları ekonomik büyümenin önünde bir engel değil, aksine destekleyici nitelikte olmalıdır.

### **1.1.3. Ödemeler Bilançosu Dengesi**

Para politikasının ödemeler bilançosu üzerinde nasıl etkin olabileceği çeşitli durumlar altında farklı olabilmektedir. Örneğin, Ödemeler bilançosunun açık verdiği bir ülke düşünelim ve birinci durumda ele alınan ülkede sabit döviz kuru uygulanıyor olsun bu durumda uygulanacak bir genişletici para politikası faizlerin düşmesine neden olacak ve ülkeden döviz çıkışı yaşanarak sonuçta ulusal para değer kaybedecektir. Bu durumda sabit döviz kurunu korumak zorunda olan Merkez bankası piyasa döviz sürüp ulusal para çekeceğinden piyasa tekrar döviz arzı artacak ve dolayısıyla milli gelir üzerinde bir değişim olmayacaktır. Aksine, dalgalı döviz kuru uygulanıyorsa bu durumda genişletici bir para politikası yine faizlerin düşmesine neden olacak ve döviz kuru yükselecektir. Bu durumda ithal malları pahalı, ihraç malları ucuz hale gelecek ve ülkenin ihracatı artış eğilimine girecek ve sonuç olarak da milli gelirden bir artış meydana gelecektir. Tüm bu açıklamalar tam sermaye serbestisinin olduğu bir durum için geçerlidir. Görüldüğü üzere farklı durumlarda uygulanacak politikalar farklı sonuçlar verebilmektedir. Birinci

---

<sup>97</sup> Hüsnü Erkan, *Ekonomi Politikasının Temelleri*, Kardeşler Ciltevi, 3.b., İzmir, 1997, s. 142.

durumda ihracatı arttıramadığımız için ödemeler dengesi açığı üzerinde kapaticı bir etki yaratılamazken ikinci durumda yaratılmıştır.

#### 1.1.4. Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı, genel bir tanım çerçevesinde, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder.<sup>98</sup> Bugün gelişmiş ülkelerde fiyat istikrarının anlatmak istediği enflasyon oranı % 1-3 arası bir orandır. Dolayısıyla fiyat istikrarı sadece kısa bir dönem için düşük enflasyon oranını sağlamak değil bu oranı istikrarlı bir şekilde sürdürmektir. Fiyat istikrarı günümüzde birçok ülkenin merkez bankasının temel amacı durumundadır. Peki nedir bu kadar bu hedefe odaklanmayı sağlayan, hangi yararlar beklenmektedir fiyat istikrarından? Şimdi bu soruya cevap olarak fiyat istikrarının yararlarını maddeler halinde sıralamaya çalışalım.

- Göreli fiyatlar kolaylıkla izlenebilir ve dolayısıyla yatırım ve tüketim kararlarının etkin verilmesi sağlanır,
- Tasarruf sahipleri ve yatırımcılar uzun vadeli yatırım yapmakta ve geçmişe endeksleme yerine geleceğe bakmaktadırlar. Bu yolla fiyat katılıkları kırılabilmektedir,
- Para ikamesi azalmaktadır,
- Gelir dağılımının bozulması önlenmektedir,
- Tasarruf sahipleri yüksek fiyatlar nedeniyle risk primi talep etmez ve dolayısıyla faiz oranları düşme eğilimine girer,
- Verimsiz harcama ve yatırımlar azalır. Fiyat istikrarı gereksiz mal stoklanmasını azaltarak, buralarda harcanan kaynakların verimli alanlarda kullanılmasına olanak verir,
- Toplumun ekonomi politikalarına karşı güven duygusu artar.

---

<sup>98</sup> Önder, a.g.t., s. 6.

Yukarıda saydığımız tüm bu nedenler fiyat istikrarının ekonominin genel dengesi ve istikrarı açısından ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Bu sayede orta ve uzun vadede sosyal dengelerde iyileşmeler sağlanabilecektir. Önemli olan fiyat istikrarını sağlamak pahasına diğer sosyal kalkınma göstergelerinden vazgeçmektir. Eğer fiyat istikrarı sonuç olarak bireysel refahı daha yüksek seviyelere taşıyabiliyorsa o zaman etkin bir işlev gördüğünü söyleyebiliriz.

## **1.2.PARA POLİTİKASI ARAÇLARI**

Para politikası araçları, para politikası hedeflerine ulaşabilmek amacıyla kullanılan ve merkez bankasının kontrolü altında olan büyüklükler veya değişkenlerdir. Merkez bankalarının para politikası çerçevesinde kullandıkları araçlar, ekonomik yapının değişimine, buna bağlı olarak merkez bankacılığı anlayışının tarihsel gelişimine göre değişiklik göstermiştir. Para politikası araçlarını, doğrudan ve dolaylı para politikası araçları olarak iki grupta toplamak mümkündür. Doğrudan ve dolaylı araçların uygulamasında iki temel ayırım vardır.<sup>99</sup>

1. Doğrudan araçlar yapılan düzenlemelerle ya fiyatları ( faiz oranlarını) ya da miktarları (kredi-mevduat) belirler veya sınırlandırırken, dolaylı para politikası araçları ise piyasadaki arz-talep koşulları etkilenecek şekilde yürütülmektedir.
2. Kredi tavanları biçimindeki dolaysız para politikası araçları temelde finansal sistemde yer alan kurumların (ticari bankalar) bilançolarını etkilemeyi amaçlarken, dolaylı para politikası araçları ise merkez bankası bilançosunu veya merkez bankası imkanlarının fiyatlarını (faiz) etkilemeyi hedeflemektedir. Dolayısıyla, doğrudan araçlar müdahale içerirken, dolaylı araçlar piyasa bazlı araçlardır.

Dünyada merkez bankacılığı uygulamalarına bakıldığında 1970'ler öncesi dönemde daha çok doğrudan araçların tercih edildiği görülmektedir. Ama daha sonraki dönemlerde liberal ekonomi anlayışının yaygınlaşmasıyla dolaylı araçların

---

<sup>99</sup> Önder, a.g.t., s.55.



uygulamalarda ilk sırayı aldığını görmekteyiz. Bu genelleme daha çok gelişmiş ülke ekonomileri için geçerlidir. Bu geçişin temelde iki dayanağı vardır. Birincisi, etkin bir parasal kontrol sistemini kurmak. İkincisi ise, piyasada finansal kaynakların serbest dağılımına izin vererek finansal aracılığın etkinliğini geliştirmek ve ekonomideki kaynakların etkin dağılmasını sağlamaktır. Bu çerçevede bakıldığında merkez bankaları 1985'lere kadar doğrudan araçları kullanmayı tercih etmişleridir. Bu tarihten sonra ise dolaylı araçlar ön plana çıkmıştır. Genel olarak bakıldığında etkin bir para politikası aracından beklenen özellik, parasal otoritelerin etkilemek istediği para, kredi veya faiz oranları gibi değişkenler üzerinde maksimum derecede kontrol imkanı vermesi ve tasarruf dağılımını en optimal seviyede sağlamasıdır.

Şimdi de para politikası araçlarını genel hatlarıyla incelemeye çalışalım,

### **1.2.1. Para Politikasının Doğrudan Araçları**

Para politikasının doğrudan araçları ara hedeflere direkt etki eden araçlarıdır. Bu bağlamda en çok kullanılan doğrudan kontrol araçları faiz oranı kontrolleri ve kredi tavanı kontrolleridir. Peki neden bu araçlara ihtiyaç duyulmuştur? Bu sorunun cevabı bu araçların avantajları ve dezavantajlarının ortaya koyulmasıyla yanıtlanabilir.

Avantajlarını aşağıdaki gibi özetleyebiliriz,

- Piyasaya çıkacak kredi miktarının kontrolünü sağlayabilir,
- Kamuoyu tarafından anlaşılması kolaydır,
- Ekonomik dalgalanma zamanlarında merkez bankasının fiyat üzerindeki kontrolünü etkin kılabilir,
- Belirli sektörler için kredi kanalizasyonu edilmesinde etkin bir yoldur,
- Maliyetleri göreceli olarak düşüktür,

Dezavantajlarını ise iki temel başlık halinde toplamaya çalışırsak<sup>100</sup>,

- Tek tek banka kontrolleri, finansal sistem içinde yer alan herkese fayda sağlayan rekabetçi bir yapı oluşmasını engeller. Rekabet daha etkin bir bankacılık için, daha düşük kredi daha yüksek mevduat faiz oranlarının teklif edilmesine imkan verir,
- Bazı bankalar üzerinde yapılan selektif kredi kontrolleri piyasaları bozmakta ve bu kontrollerin ekonomiye yüklediği maliyetlerde ölçülememektedir,
- Direkt kontroller, yurtdışına veya denetimsiz piyasalara doğru kayışı teşvik etmektedir.

Şimdi de para politikasının doğrudan araçlarını genel hatlarıyla kısaca inceleyelim,

#### **1.2.1.1. Ticari Banka Kredilerinin Miktar, Vade ve Faiz Oranları Açısından Selektif Kontrolü**

Merkez bankası piyasada faaliyet gösteren bankaların açacakları krediler için sektörlere göre miktar, vade ve faiz oranları yükümlülükleri getirebilir. Böylece belli sektörlerin canlandırılması, belli sektörlerinde caydırılması hedeflenmektedir.<sup>101</sup> Buradaki en önemli sorunlardan birisi, ekonomideki fon arzına ihtiyaç duyan sektörlerin bu kredilerle zamanında fonlanabilmesidir. Kredi tavanları merkez bankaları tarafından ticari bankalara uygulanmaktadır. Bu tavanların temelde üç çeşidi vardır.<sup>102</sup>

- a. Merkez bankalarının ticari bankalara verdiği krediler, bu ticari bankaların pasifindeki mevduatlar ile sınırlanabilmektedir,
- b. Ticari bankaların verdikleri krediler, kredi alanlar için sınırlandırılabilir,

<sup>100</sup> Timur, y.a.g.t., s. 60.

<sup>101</sup> Akdiş, a.g.e., s. 181.

<sup>102</sup> Hurşit Güneş, **Türkiye’de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın no: 9, İstanbul, s. 23.

- c. Ticari bankaların verdikleri krediler, kredi alanlar için sınırlandırılabilir.

#### **1.2.1.2. Farklılaştırılmış Reeskont Oranları**

Merkez bankası ticari bankalar tarafından iskonto edilmek üzere kendisine getirilen senetler için ekonominin içinde bulunduğu duruma göre farklı sektörler için farklı oranlar uygulayabilir. Bu yolla, gelişmesine ihtiyaç duyulan sektörler için destek sağlanmış olur. Bu tür ayrıcalıklı para politikasının olumlu sonuç verebilmesi için ticari bankaların merkez bankasına getirdikleri tutarın yüksek tutarlarda olması gerekir.

#### **1.2.1.3. Disponibilite Uygulaması**

Merkez bankası bu uygulamayla ticari bankaların merkez bankası bünyesinde belirli bir serbest tevdiat buldurmaya ve ellerindeki fonların bir kısmıyla da tahvil ve bono satın almaya zorlamasıdır. Uygulanan bu politika bankaların bilançoları üzerinde etkili olmakta ve dolayısıyla para arzı üzerinde kontrol sağlama imkanı vermektedir. Disponibilite uygulaması bankalara kaçınacak alan bırakmayarak (pasiflerin tamamını içerecek şekilde) uygulanmasıyla dolaysız, bankaların kaçınabilecekleri alanlar bırakarak (pasiflerin bir kısmını içerecek şekilde) uygulanmasıyla dolaylı bir araç niteliğindedir.<sup>103</sup>

#### **1.2.1.4. Bankalar ve Banka Dışı Mali Araçlara Belli Miktarda Devlet Tahvili, Hazine Bonosu Satın Alma Zorunluluğunun Getirilmesi**

Para otoriteleri, ticari bankalara ve banka dışı mali araçları ellerindeki fonların belli bir oranıyla öngördükleri tahvil ve bonoları satın almaya zorlayabilir. Eğer piyasa faiz oranları bu gibi aktiflerin faiz oranlarından yüksekse, bu yolla normal piyasa faiz oranlarından daha düşük bir faizle bir kısım fonlar kamu sektörüne aktarılmış olur.<sup>104</sup> Bu yolla merkez bankası sağladığı fonları kalkınmada öncelikle sektörlerin fon talebini karşılamada kullanabilir.

---

<sup>103</sup> Önder, a.g.t., s. 64.

<sup>104</sup> Parasız, a.g.e., s. 20

### **1.2.1.5. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi**

Merkez bankası, bankaların ve banka dışı mali kesimin ellerinde bulundukları menkul kıymetlerin bileşimini etkileyebilir. Bu yolla, hem kaynaklar en etkin şekilde sektörler arasında transfer edilecek ve hem de kamu sektörünün fon ihtiyacı karşılanmış olacaktır.

### **1.2.1.6. Tüketici Kredilerinin Kontrolü**

Para otoritesi , dayanıklı tüketim malları ve konut satışlarında, müşteriler tarafından ödenecek minimum taksit miktarını, faiz oranını ve vade yapısını değiştirerek bu mallara olan talebi kendi amaçları doğrultusunda yönlendirme imkanına kavuşur. Enflasyon dönemlerin yaşandığı yıllarda bu politika tüketim talebini kısma açısından etkin olabilir.

### **1.2.1.7. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü**

Merkez bankası tahvillerin ve hisse senetlerinin satın alınmasında bazı senetlerin ne kadarlık kısmının peşin satın alınacağını belirleyebilir. Bu yolla ekonomik birimlerin sahip oldukları tasarrufları yöneltebilecekleri alanlar belirlenebilmektedir. Yani bazı alanlar özendirilirken, bazı alanlar kısıtlanabilmektedir.

### **1.2.1.8. Merkez Bankasının Moral Desteği**

Merkez bankaları, bankaların ve banka dışı finansal araçların piyasa yönlü davranışlarını yapacağı basın açıklamalarıyla ve çeşitli davranışlarla etkilemeye çalışabilmektedir. Bu yöntem “ açık ağız politikası” da denilmektedir. Uygulanan bu politikanın yasal bir dayanağı yoktur. Dolayısıyla merkez bankası ihtiyaç gördüğü her durumda piyasa beklentilerini istediği yönde değiştirmek için gerekli iletişim araçları vasıtasıyla öngördüğü açıklamaları yapabilmektedir.

### **1.2.1.9. Reklam ve Resmi Olmayan Öğütler**

Merkez bankası kurumsal olarak fikir birliğinde olduğu görüşleri çeşitler vasıtalar yoluyla kamuoyuyla paylaşabilir. Bu yolda daha çok kullanılan yöntem basın

yoluyla duyurulardır. Örneğin, Enflasyon Raporu, Ödemeler Dengesi Raporu, Yıllık Rapor, Finansal İstikrar Raporu...vb raporları düzenli aralıklarla yaptığı basın toplantılarıyla açıklamaktadır.

### **1.2.2. Para Politikasının Dolaylı Araçları**

Dolaylı para politikası araçları, merkez bankalarının piyasalara aracı rolünde girerek işlem yapmasını sağlayan ve sorumluluğu piyasaya bırakan araçlardır. Bu araçların merkez bankasınca etkin bir şekilde kullanılabilmesi için finansal piyasaların yeterince gelişmiş olması, ekonomik istikrarın sağlanmış olması, sürdürülebilir bir mali disiplin anlayışının benimsenmiş olması, kırılgan bir siyasi yapının olmaması gibi unsurların ilgili ülkede mevcut olması gerekir. Böyle bir ekonomik ortamın sağlanması durumunda dolaylı para politikasının bazı avantajları olmaktadır. Bu avantajlara örnek vermek gerekirse,

- ✓ Mali aracılık hizmetlerinin etkin olarak kullanılmasını sağlar,
- ✓ Para politikası uygulamalarında esneklik sağlar,
- ✓ Finansal piyasaların gelişimine katkı sağlar,
- ✓ Siyasi baskıların azalmasını sağlar,
- ✓ Finansal tasarrufların artmasıyla birlikte yatırımların etkinliğini de artırır,
- ✓ Merkez bankası bu araçları kullanarak parasal tabanı daha kolay etkileme şansına sahip olur.

Para politikasının dolaylı araçlarının genel avantajlarını da ortaya koyduktan sonra, bu araçları genel özellikleri itibarıyla incelemeye çalışalım.

### 1.2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri (APİ), merkez bankasının piyasadaki para arzı miktarını kontrol etmek amacıyla piyasaya hazine bono ve tahvilleriyle, özel sektöre ait bazı tahvil ve senetleri alıp satma işlemidir. Merkez bankasının özellikle 1990'lı yıllardan sonra en sık kullanılan aracı özelliğine sahiptir. Merkez bankaları ülkenin içinde bulunduğu çeşitli makro ekonomik sorunlar karşısında farklı alım- satım işlemleri uygulayabilmektedir. Örneğin, enflasyon göstergelerinin artış trendi kazandığı dönemlerde merkez bankası piyasaya tahvil sürerek piyasa likiditesini düşürebilir ve fakat kazanım tahvil faizlerinin yükselmesi pahasına gerçekleşir. Görülmektedir ki, merkez bankası istediği her zaman piyasalara müdahale etmemeli, müdahalenin orta ve uzun vadeli sonuçlarını da düşünmelidir.

Açık piyasa işlemleri defansif (savunmaya yönelik) ve ofansif (dinamik) olmak üzere iki şekilde kullanılabilir. Defansif işlemler, merkez bankasının parasal tabanda meydana gelebilecek değişimlere karşı sadece savunma amacıyla yaptığı işlemlerdir. Dinamik işlemler ise, merkez bankası bir dengesizlik olmaksızın parasal tabanı değiştirmeye yönelik işlemlerdir.

Açık piyasa işlemleri kapsamında merkez bankaları repo, ters repo, doğrudan alım, doğrudan satım, depo (mevduat) alımı, depo satımı ve merkez bankası likidite senedi ihracı gibi işlemler yapılmaktadır. Örneğin, piyasadaki likiditeyi daraltmak istiyorsa doğrudan satım işlemi veya ters repo ( geri alım vaadiyle satım) işlemi, tersi durumda doğrudan alım işlemi yada repo ( geri satım vaadiyle alım) işlemi yapar. Depo alım ve satımı işlemleri ise merkez bankasının “ likiditenin son merci” olma işlevi bağlamında yapılan işlemlerdir. Likidite senetleri ihraçları ise, piyasadaki likidite fazlasını merkez bankasının kendisinin ihraç edeceği kısa vadeli “ likidite senetleri” ile azaltması yönünde yaptığı işlemlerdir.

Açık piyasa işlemlerinin politika etkinliği bakımından yararlı ve eksik olduğu yönlerde vardır.<sup>105</sup> Uygun bir araç olarak nitelendirilebilmesinin sebeplerini maddeler halinde sıralamaya çalışırsak,

- Parasal tabanının kontrolü için merkez bankaları istedikleri kadar tahvil alıp-satabilirler,
- Merkez bankası bu araçla piyasadaki para arzı üzerinde marj ayarlamalar yapabilir,
- Bu aracın kullanılmasında sorunluluk merkez bankasının elindedir,
- APİ, sürekli ve hızlı olarak kullanılabilir ve kolayca tersine çevrilebilir.

APİ'nin en önemli sakıncası ise, sermaye piyasalarının kurumsallaşmamış ve tabana yayılmamış olduğu ülke ekonomilerinde bu aracın kendisinden beklenen etkinliği gösterememesi olarak belirtilebilir. APİ'ler para politikasının yürütülmesinde iki şekilde kullanılırlar.<sup>106</sup>Bunlar,

- I. Aktif olarak; belirlenmemiş bir rezerv miktarını hedefleyerek ve rezervlerin fiyatının yani faiz oranlarının serbestçe dalgalanmasına izin vererek, ( likidite (rezervler) kullanılır).
- II. Pasif olarak; belirli bir faiz oranını hedefleyerek, rezerv miktarının dalgalanmasına izin vererek, ( faiz oranları kullanılır).

Piyasaları hassas ve iyi gelişmiş olan sanayileşmiş ülkeler, birkaç istisna dışında genellikle likidite temini için daha yoğun bir şekilde pasif yaklaşımı kullanmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelerde ise daha çok aktif olarak uygulanmaktadır. Çünkü, bu ülkelerde para politikalarının etkilerini yansıtacak ikincil piyasaların olmayışıdır.

---

<sup>105</sup> Parasız, a.g.e., s. 10.

<sup>106</sup> Önder, a.g.t. s.74.

### 1.2.2.2. Reeskont Penceresi İşlemleri

Reeskont penceresi uygulaması piyasadaki para ve kredi hacmini etkilemek için kullanılan en eski araçtır. Reeskont, kelime anlamıyla yeniden iskonto anlamında kullanılmaktadır. 1980'li yıllar öncesi dönemin en etkin para politikası aracı olarak göze çarpmaktadır. Bu yıllarda reeskont politikası uygulaması ile merkez bankaları bankalar aracılığı ile reel sektöre kredi kullanıdırıyor ve ekonomik büyümenin bir anlamda finansman ayaklarından birisini oluşturuyordu. 1980 sonrası dönemde ise küresel düzeyde gelişen para ve sermaye piyasalarının etkisi ile bu araç yerini daha etkin olan açık piyasa işlemleri uygulamasına bırakmıştır.

Günümüzde uygulanan reeskont politikasının en temel amacı, merkez bankalarının finansal sistem için son ödünç verme kaynağı görevini yerine getirmesidir. Bu doğrultuda bankacılık sistemine sağlanan reeskont kredileri üç temel amaç için kullanılmaktadır.<sup>107</sup> Bunlar,

- Mali açıdan güç durumdaki bankalara yardım etmek için,
- Para ve kredi koşullarını kontrol etmek için,
- Selektif kredi politikalarını etkilemek için.

Merkez bankalarının iki tür reeskont politikası vardır. Birincisi, en son likidite kaynağı konumunda olmasıdır. Böyle bir durumda merkez bankasınca uygulanan reeskont oranı piyasa faiz oranının üzerindedir. Böyle bir durumda bankalar merkez bankasına en son çare olarak bakarlar. İkincisi ise, ilk likidite kaynağı pozisyonunda olmasıdır. Bu durumda reeskont oranı piyasa faiz oranının altındadır. Böyle bir durumda bankalar likidite ihtiyaçlarını karşılamak için ilk olarak merkez bankasına başvururlar. Kısaca, merkez bankasının reeskont oranındaki bir artış borçlanmanın maliyetini yükseltmektedir. Reeskont oranlarının değiştirilmesi piyasa faiz oranları

---

<sup>107</sup> Balino, T. J. T., *Instruments of Monetary Policy: Technical Aspects*, IMF Seminar on Central Banking, July, 1995, ss. 23- 122.



üzerinde de etkide bulanacaktır. Reeskont politikasının temel piyasa etkilerini bu bağlamda dört başlık altında toplayabiliriz.<sup>108</sup> Bunlar,

- Piyasada borçlanma maliyetini etkileyerek **maliyet etkisi**,
- Değişmenin yönüne bağlı olarak piyasada farklı fon kaynaklarına yönelme ya da daha fazla kredi kullanılmasına neden olarak **ikame etkisi**,
- Değişikliğin para politikasında bir değişiklik olacağına yönelik bir sinyal olarak algılanmasıyla **beyan etkisi**,
- Para politikasında reeskont oranındaki değişmeden sonra yapılan değişiklik ve bu değişikliğin algılanmasına bağlı olarak da **politika etkisi** yaratır.

Sonuç olarak, merkez bankası bankaların kaynaklarını, dolayısı ile verebilecekleri kredi hacmini daraltmak istediğinde reeskont oranlarını yükselterek; bankaların kaynaklarını ve dolayısı ile verebilecekleri kredi hacmini arttırmak istediğinde ise reeskont oranlarını düşürerek, hem piyasadaki para stokunu hem de faiz oranlarını etkileyebilmektedir.

### 1.2.2.3. Zorunlu Karşılıklar Oranı

Zorunlu karşılıklar politikasında bankalar ellerinde bulundurdukları mevcut mevduatlarının bir kısmını merkez bankasına yatırmak zorundadırlar. Bankalar piyasadan topladıkları fonların belli bir kısmını zorunlu karşılık politikası gereği merkez bankasına yatırmakta ve ellerindeki kullanılabilir mevduat miktarı azalmaktadır. Merkez bankası piyasadaki likiditeyi daraltmak istediğinde karşılık oranını yükseltir, tersi durumda ise karşılık oranını düşürür. Bu bağlamda bu politikanın fonksiyonlarını şöyle özetleyebiliriz,

- <sup>109</sup> Bankacılık sisteminin riskinin azaltılması,

---

<sup>108</sup> Önder, a.g.t., s. 84.

- Nakit yönetimini kolaylaştırmak,
- Senyoraj geliri elde etmek,
- Para arzını ayarlamak,
- Faiz oranları üzerinde istikrar yaratıcı etkilerde bulunmak.

Zorunlu karşılıklar politikası uygulamada esnek bir politika aracı değildir. Yani zorunlu karşılık oranında yapılan küçük bir değişiklik etkisini piyasa üzerinde daha büyük bir etki ile hissettirir.<sup>110</sup> Sonuç olarak, merkez bankası bu politika ile piyasada kaydi para yaratma imkanını etkilemekte ve banka kaynaklarını daraltıp, genişleterek para soku üzerinde istediği ayarlamaları yapabilmektedir.

Merkez bankası yukarıda saydığımız dolaylı ve dolaysız araçları kullanarak piyasayı etkilemeye çalışmaktadır. Bu bağlamda özellikle 1980 sonrası dönemde dolaylı para politikası araçları gelişen piyasa mekanizmasıyla birlikte daha çok tercih edilmiştir. Bu araçlar merkez bankasının ekonomi politikaları amaçları gerçekleştirmede aşağıdaki tabloda görülen amaçlar sıralamasında kullanılmaktadır.

**Tablo 9**

**Para Politikası Amaç- Araç İlişkisi**

Politika Kararları	Enstrümanlar	Operasyonel Hedefler	Ara Hedefler	Nihai Hedefler	Öncü Göstergeleri
Para Politikaları	Açık Piyasa İşlemleri Reeskont Penceresi, Zorunlu Karşılıklar.	Kısa vadeli faizler, Parasal koşul göstergeleri, Net iç varlıklar, Rezerv para,	Nominal döviz kurları, Parasal Büyüklükler, MB Bilançosu Hedeflemesi, Nominal Gelir.	Fiyat istikrarı, İstihdam, Büyüme, Uluslar arası rezerv artışı.	Beklenen Enflasyon oranı, Parasal büyüklükler, Getiri eğrisinin eğimi, Hammaddelerin fiyatı, Nominal döviz kurları

**Kaynak:** Önder, a.g.t., s.5.

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere para politikası araçları, para politikasının nihai hedefleri olan fiyat istikrarı, istihdam, büyüme, rezerv artışını

<sup>109</sup> Alexander, W. E., Balino, T. J. T. ve Enoch, **The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy**, Washington D.C: IMF Occasional Paper 126, 1995, ss. 45-125.; Hoggart, **Introduction to Monetary Policy**, London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbooks in Central Banking No:1, ss. 28-89.

<sup>110</sup> Parasız, a.g.e. s.15.

sağlamak için merkez bankası tarafından kullanılmaktadır. Bu bağlamda, nihai amaçları elde etmek için öncelikle operasyonel hedefler, daha sonra ise ara hedefler sağlanıp nihai hedefleri elde etmek temel amaçtır.

### **1.3. Para Politikasında Uygulanan Stratejiler**

Daha öncede bahsedildiği üzere merkez bankaları nihai hedefe ulaşmak için bu hedeflerle tutarlı operasyonel ve ara hedefler de kullanmakta serbesttirler. Bu amaçlara ulaşmak içinde para politikası araçlarını kullanmaktadır. Para politikası araçları ile hedefler arasındaki bu ilişki aktarım mekanizması olarak bilinir. Böyle bir uygulamaya gidilmesinin temel nedeni, para politikasının nihai değişkenleri doğrudan etkileyemiyor olmasıdır. Dolayısıyla para politikası uygulamalarında iki ya da üç aşamalı bir sürecin yaşanması gerekli olmuştur. Bu süreçte nihai hedefi en çok etkilediği düşünülen bir değişken ara hedef olarak alınmakta ve bu değişkenin kontrol altında tutulmasıyla nihai hedefe ulaşılmaya çalışılmaktadır. Bu çerçevede, para politikası uygulamalarının başlıca dört bileşeni vardır.<sup>111</sup>

- Nihai hedef,
- Ara hedef,
- Operasyonel hedef,
- Hedefe ulaşmada kullanılacak politika araçları ve bu politika araçlarını uygulama yöntemleridir.

Gelir dağılımı, reel büyüme, fiyat istikrarı, istihdam ve ödemeler dengesi gibi makro değişkenler nihai hedef olarak ele alınır. Günümüz gelişmiş merkez bankacılığında ise fiyat istikrarını sürdürülebilir kılmak nihai hedef olarak seçilmektedir. Ara hedefler ise nihai hedefi etkileyeceği düşünülen ve merkez bankası kontrolünde olan değişkenleridir. Örneğin bir ülkede fiyat istikrarı merkez bankasının temel amacı ise, o zaman enflasyon kontrol altına alınmalıdır. Bu yolda merkez

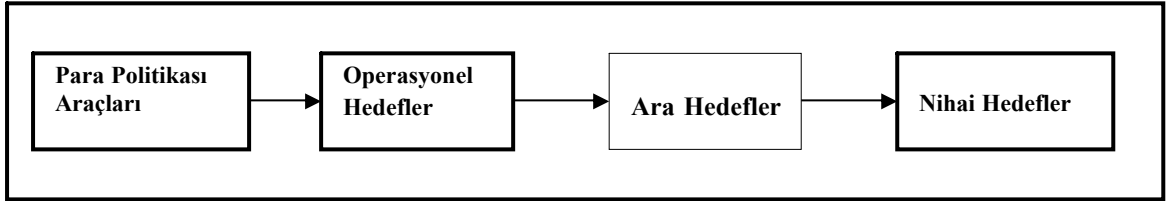
---

<sup>111</sup> Önder, a.g.t., s.33.

bankaları enflasyon üzerinde etkili olacağı düşünölen bazı ara hedefler kullanmaktadır. Bu ara hedefler,

- Para arzı,
- Kurlar,
- Merkez bankası bilanço büyüklükleridir.

Merkez bankaları yukarıdaki ara hedefleri seçerken üç önemli özelliğın bu değışkenlerde olmasını isterler. Bu özellikler, merkez bankasının kontrol edebilirliğı, yansıma mekanizmasının güçlü olması ve temel hedefle istikrarlı bir ilişki'dir. Para politikasının diğeri bir değışkeni operasyonel değışkenlerdir. Bu değışkenler para politikası araçları ile ara hedefler arasında bulunan ve merkez bankasınca daha hızlı etkilenebilen değışkenlerdir. Örneğın, gecelik faiz oranı ve bankaların rezerv durumu gibi. Sonuç olarak, merkez bankasının araç-amaç mekanizması aşağıdaki şekilde görölen sıra dahilinde işlemektedir.



Şekil 4

#### Para Politikasında Araç-Amaç İlişkisi

**Kaynak:** Bu çalışma için tarafımdan geliştirilmiştir.

Para politikası para arzı, kısa vadeli faizler ve ya da kurlar gibi enflasyon üzerinde etkili olan değışkenlerin kontrolüne dayanmaktadır. Ancak, sermaye hareketlerinin serbest olduğı ortamda merkez bankaları para arzı, faiz oranı ve kur seçeneklerinden sadece ikisini kontrol edebilirler. Yani, aynı anda hepsini beraber kontrol edememektedirler. Buna ekonomi de “üçlü açmaz” denilmektedir.

Para politikası uygulamasının başarısı için merkez bankası nihai hedefleri doğrultusunda gerekli plan ve stratejiyi belirlemeli ve bu bilgileri şeffaflık çerçevesinde

kamuoyuyla paylaşmalı ve istikrarlı ve kararlı bir şekilde uygulamalıdır. Genel olarak ara hedefleme stratejisi ve nihai hedefleme stratejisi olarak iki tür strateji mevcuttur. Ara hedefleme de temel olarak parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve merkez bankası bilançosu hedeflemesi olarak üçe ayrılmaktadır. Nihai hedefleme ise enflasyon hedeflemesi ve nominal gelir hedeflemesi olarak ikiye ayrılmaktadır. Şimdi bu stratejileri genel hatlarıyla incelemeye çalışalım.

### **1.3.1. Ara Hedefleme Stratejisi**

Merkez bankası bu stratejide nihai hedefi ( fiyat istikrarı gibi) doğrultusunda belirlediği ara hedefleri piyasalara duyurmakta ve politika araçlarını bu hedefler doğrultusunda kullanmaktadır. Kısaca, nihai amacı sağlama uğruna kontrol edebileceği ara hedefi seçer ve bu hedefi temel hedefe ulaşmada köprü gibi kullanır. Burada şöyle bir yanlışlığı içine düşmemek gerekir. Ara hedefin tutturulması kesinlikle nihai hedefin de tutturulacağı anlamına gelmez. Çünkü, ara hedeflerle nihai hedefler arasında yüzde yüz bir ilişki olmayabilir. Bu olasılık hedeften sapmalara neden olabilir.

Ara hedeflemenin en büyük avantajı, politika otoritesi tarafından daha kolay ulaşılabilir olmasıdır. Ara hedefler, politika otoritesinin kolayca kontrol edebileceği değişkenler olduğu için, ekonomik ajanlar, uygulanan politikaların ne ölçüde açıklanan politikalar ile örtüşdüğünü izleyebilmekte ve kararlarını buna göre verebilmektedirler.

Ara hedefleme stratejileri parasal hedefleme, kur çapası ve merkez bankası bilançosu olmak üzere üçe ayrılır.

#### **1.3.1.1. Parasal Hedefleme Stratejisi**

Fiyat istikrarının sağlanması için belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin artış oranının hedeflenmesidir. Günümüzde çok sık kullanılan bir politika değildir. Daha çok 1990'lı yılların politikası olarak bilinir. Bu strateji çok basit anlamda miktar teorisine dayanır. Miktar teorisinin kabulü olan paranın dolaşım hızının sabit olması burada da geçerlidir. Paranın dolaşım hızının sabit olduğu kabulü altında merkez bankası enflasyonu etkileyen en önemli para arzı tanımını ortaya koyarak fiyat istikrarını sağlamaya çalışır.

Parasal hedeflemenin birtakım avantajlarının yanında dezavantajları da vardır. Temel avantajları,

- a. Bağımsız bir enflasyon hedefi seçme olanağı sağlar,
- b. Kamuoyu tarafından kolayca izlenebilir,
- c. Parasal hedeflemenin ilan edilmesi merkez bankasının politik baskılardan uzak kalmasını sağlar.

Temel dezavantajlarını sıralamak gerekirse,

- a) Parasal büyüklüğün ölçümü konusunda zorluklar yaşanır,
- b) Reel gelir ve toplam talepteki değişimler bu stratejiyi etkiler,
- c) Enflasyon hedefi ile tutarlı bir parasal büyüme oranı belirlemek zordur.

1970’li yılların başından itibaren bir çok merkez bankası parasal hedefleme stratejisine geçmiştir. Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra ara hedef olarak parasal büyüklükleri ilan eden ilk banka, Alman Merkez Banksı Bundesbank olmuştur.<sup>112</sup> Daha sonra 1970 ve 1980’li yıllarda ABD, İsviçre ve Fransa’da da uygulanmıştır. Gelişmiş ve derin mali sistemlere sahip bu ülkelerde başarılı bir şekilde uygulanmasına rağmen, Yeni Zelanda, İngiltere ve Kanada gibi ülkeler yeni politika arayışları içine girmişleridir.<sup>113</sup>

Parasal hedeflemeyi seçen hiçbir merkez bankası katı bir parasal genişleme kuralına bağlı kalmamaktadır. Bu nedenle parasal hedefleme oldukça esnek bir biçimde uygulanmaktadır. Parasal büyüklüklere yönelik hedefleme, parasal tabandan başlamak üzere genişleyerek değişik para arzlarını konu alabileceği gibi kredilere ilişkin büyüklükleri de hedefleyebilmektedir. Bu tür hedefleme stratejilerinde hedef değişken büyüdükçe, merkez bankaları tarafından kontrol edilebilir olma özelliği azalmakta buna

---

<sup>112</sup> Tahir Büyükakın, Cemil Erarslan, “ Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’ de uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:’, 2004, ss. 22-23.

<sup>113</sup> Bilir, a.g.t., s. 69.

karşın hedeflenen büyüklüğün halkın her kesimi tarafından izlenebilme özelliği artmaktadır.<sup>114</sup>

Parasal hedefler, para politikası ve politika otoritelerinin enflasyonu düşürme niyetleri hakkında kamuoyuna ve piyasalara anında sinyaller göndermektedir. Bu sinyaller enflasyon beklentilerinin oluşmasına yardımcı olarak, daha düşük enflasyon yaratılması sonucunu doğurabilmektedir. Bu politikanın etkinliği açısından öncelikle istikrarlı bir para talebi olmalıdır. Şartlar sağlandığı takdirde bu stratejide; kısa vadeli faiz oranları operasyonel hedef olarak, para arzı büyümesi ara hedef olarak ve nihai amaç olarak ise enflasyon seçilmektedir.

### 1.3.1.2. Kur Çapası

Döviz kurları uygulanan istikrar politikalarının nominal çapası olarak kullanılabilir. Bu stratejide ilgili ülke, enflasyonu düşürmek amacıyla kendi ulusal parasının değerini güçlü bir ülkenin para birimine bağlar. Bu bağlama tek bir ülkenin değil istikrarlı düşük enflasyona sahip birkaç ülkenin para birimlerinden oluşan bir sepete de bağlayabilir. Günümüzde reel ekonomiyi doğrudan etkileme potansiyelleri de göz önüne alındığında kur çapası doğrudan ya da gösterge olarak da kullanılabilir. Bu politikanın bir takım avantajlarının yanı sıra dezavantajları da vardır. Temel avantajları,

- ✓ Döviz kurunun ne olacağı tam ve kesin olarak bellidir,
- ✓ Zaman tutarsızlığı problemini ortadan kaldırır,
- ✓ Yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde enflasyonist eğilimleri baskılar ve
- ✓ Kolay anlaşılır.

Temel dezavantajları ise aşağıdaki gibi sıralanabilir,

- ✓ Bağımsız bir para politikası uygulamasını ortadan kaldırır,

---

<sup>114</sup>N. Kamuran Malatyalı, **Enflasyon Hedeflemesi: Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları, Ankara, 1998-01, s. 2-3.

- ✓ Çapa olarak alınan ülkede yaşanan şoklar ülkeye doğrudan ithal edilir,
- ✓ Bu yolla sağlanan canlanma geçicidir.

Döviz kuruna yönelik uygulamalar bir yanda tamamen serbest kur sistemi, diğer yanda da sabit kur sistemi olmak üzere iki rejim arasında şekillenir. Kur çapası uygulamasının en bilenen türü “ para kurulu” sistemidir. Bu sistemde piyasaya sürülecek ulusal para sadece ve sadece döviz karşılığında yapılmaktadır. Bu sayede kur kontrol altında tutularak bekleyişler kanalıyla fiyatlar üzerine geçişkenlik azaltılarak fiyat istikrarının sağlanmasına çalışılır. Ayrıca dışa açık ekonomilerde kurdaki değişimler büyük oranda enflasyon üzerinde belirleyici olur. Kronik yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde piyasa oyuncuları reel aşınmayı önlemek amacıyla iç fiyatlamada kur artışlarını dikkate alırlar. Özellikle, üretiminin büyük bir kısmını ithalata dayandıran sektörler için bu konu daha da önemli hale gelir.

Enflasyonist beklentilerin kırılması ve enflasyonun fazla ekonomik daralmaya neden olmadan daha az maliyetle düşürülmesi için kurlar ara hedef olarak kullanılabilir. Bu stratejide, kurlar önceden ilan edilen düzeylerde tutularak, halkın ve firmaların ücret ve fiyatlarını ilan edilen kurla uyumlu belirlemeleri beklenir.<sup>115</sup> Eğer uygulanan politika piyasalar üzerinde inandırıcı olursa hem enflasyon bekleyişlerini direkt etkilemesi hem de aktarım mekanizmasında çok etkili olması nedeniyle enflasyon kolayca kontrol altına alınabilir.

Kur çapası uygulamasının yukarıda saydığımız dezavantajlarından beklide en önemlisi ( özellikle gelişmekte olan ülkeler için), orta ve uzun vadede yüksek cari açıklara sebep olmasıdır. Kur çapası uygulamalarında, merkez bankası kur artışlarıyla eşanlı olarak enflasyon artışlarını da kontrol altına alamıyorsa, örneğin kur kontrol altına alınmasına karşın fiyatlar genel düzeyi yükselmeye devam ediyorsa, sonuç olarak ulusal paranın aşırı değerlenmesinin ortaya çıkaracağı ithalat artışının yaratacağı cari açık eğer doğrudan yatırımlarla finanse edilemiyorsa o zaman, her defasında bir önceki faiz oranından daha yüksek bir faiz oranı teklif edilerek yurt içine sermaye çekilip bu açık finanse edilebilecektir. Sonuçta ilgili ülke ekonomisi içsel ve dışsal şoklara çok

---

<sup>115</sup> Önder, a.g.t., s. 40.



duyarlı hale gelecek ve spekülâtif ataklarla karşı karşıya kalabilecektir. Bu da ülkede derin finansal ve ekonomik krizlerin yaşanmasına neden olabilecektir. Özellikle 1990'lı yıllar sonrası yukarıda anlatılan süreç bir çok ülke ve Türkiye açısından da yaşanmıştır. Dolayısıyla kur çapası günümüzde uygulanabilirliğini yitirmiştir.

### **1.3.1.3. Merkez Bankası Bilançosu Hedeflemesi**

Merkez bankası bilançosu hedeflemesi, klasik IMF programlarında sıkça kullanılan stratejilerden birisidir. IMF kaynaklı istikrar programları, genellikle ortadoks istikrar politikası yaklaşımına göre hazırlanmaktadır. Bu yaklaşımda, ülkenin ödemeler bilançosu açıklarının iyileştirilmesi, enflasyon oranının düşürülmesi ve sıkı para ve maliye politikası yolu ile kamu kesimi açıklarının kapatılması hedeflenmektedir.<sup>116</sup>

Bu stratejide Net Uluslararası Rezervlere ( NUR) taban, Net İç Varlıklara ( NİV) tavan hedefler konulur ve bu hedefler performans kriteri olarak dikkate alınır. NUR'a taban değerinin konulmasıyla amaç ülkenin ulusal döviz rezervlerini korumaktır. NİV'a tavan değerinin konulmasıyla istenen, para arzının kontrol altında tutulmasını sağlamaktır. Tüm bunların yanında Para Tabanı da gösterge Tavan Değeri olarak dikkate alınır.

### **1.3.2. Nihai Hedefleme Stratejisi**

Para politikasında uygulanan temel iki stratejiden bir diğeri nihai ( amaç) hedeflemem stratejisidir. Bu strateji, enflasyon hedeflemesi ve nominal milli gelir hedeflemesi olmak üzere iki alt stratejide barındırır. Günümüzde merkez bankalarınca uygulanan en popüler strateji enflasyon hedeflemesi stratejidir. Dolayısıyla aşağıda açıklamalarımızı yaparken özellikle enflasyon hedeflemesi üzerinde daha çok durulacaktır. Şimdi bu iki stratejiyi incelemeye başlayalım,

---

<sup>116</sup> Esra Sivrekli Demircan, Meliha Ener, “ IMF'in Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye'de Uygulanan İstikrar Programları Üzerine Etkileri”, **Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Biga İ.İ.B.F. Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1-2, 2003-2004, ss. 83-102.

### 1.3.2.1. Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi kısaca, enflasyonun önceden belirlenen zaman dilimi içindeki seyrine ilişkin belirli bir düzeyin yada hedef aralığının kamuoyuna resmen ilan edilmesini zorunlu kılan bir stratejidir. Uzun dönemde düşük ve istikrarlı enflasyonun para politikasının öncelikli ve nihai amacı olduğuna ilişkin yasal taahhüdün bulunması söz konusu rejimin belirleyici özelliklerinden bir tanesidir. Para politikasını, bir ara hedef ya da hedefler seçme zorunluluğu olmadan doğrudan nihai hedefe dayandıran enflasyon hedeflemesi rejiminin, enflasyonu kontrol eden diğer yöntemlerden temel farkı, para politikası araçlarının geçmiş ya da cari enflasyon yerine gelecek enflasyona dayanması ve gelecekteki enflasyon hakkında rastlantısal varsayımların yapılmamasıdır. Dünya’da birçok gelişmiş ülke 1990 sonrası dönemde enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Çünkü, daha önce uygulanan parasal hedefleme stratejisi ve döviz kuru stratejisi başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bu uygulamada merkez bankası enflasyon hedefini gerçekleştirmek için enflasyon tahminleri yaparak enflasyon hedefinden muhtemel sapmalara karşı parasal araçları nasıl kullanacağını ve politikasını belirler.<sup>117</sup>

Enflasyon hedeflemesi, dünyada birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede uygulanmış ve uygulanmaktadır. Bu ülkelere örnek olarak, Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya, Şili, İsrail, Meksika ve Brezilya verilebilir. Bu bağlamda ilk defa 1990 yılında Yeni Zelanda’da uygulanmış, daha sonra Kanada (1991) ve İngiltere (1992) gibi ülkelerde uygulanmaya devam edilmiştir. Enflasyon hedeflemesini uygulayan tüm bu ülkeler bu politikayı uygulamak için bazı önkoşulları sağlamak zorunda kalmışlardır. Bu koşullar,

- ✓ Kamu maliyesinde disiplin ve finansal istikrarın sağlanmış olması,
- ✓ Merkez bankasının operasyonel bağımsızlığının bulunması,
- ✓ Döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişkinin zayıf olması,
- ✓ Merkez bankasının tek hedefinin enflasyon olarak belirlenmesi,

---

<sup>117</sup> Melike Alpaslan, Pelin Ataman Erdönmez, **Enflasyon Hedeflemesi**, Bankacılar Dergisi, Sayı:35, 2000, s. 14.

- ✓ Enflasyon ile para politikası araçları arasındaki ilişkinin güçlü olması,
- ✓ Mali baskınlığın olmaması,
- ✓ Hesap verilebilirlik, güven ve şeffaflık özelliklerine sahip olunması,
- ✓ Fiyatlamada geçmiş enflasyona dönük endekslemenin kırılması,
- ✓ Mal ve hizmet piyasalarında rekabetçi fiyatlama,
- ✓ Esnek kur, esnek faiz politikasının benimsenmesi,
- ✓ Düşük enflasyon oranlarının tutturulmuş olması,
- ✓ Para ikamesinin yüksek boyutlarda olmaması,

gibi koşullardır ve bu koşullar sağlanmadan enflasyon hedeflemesinden istenilen sonuçları elde etmek çok güç olmaktadır. Yukarıda saydığımız koşulları sağlayan ülkelerin uyguladıkları enflasyon hedeflemeleri arasında farklılıklar olsa da, bu uygulamaların bazı temel ortak özellikleri vardır. Bunlar, orta vadeli bir enflasyon hedefi kamuoyuna duyurulur, uzun vadede merkez bankasının ana hedefinin enflasyonu düşürmek olduğu yönünde bir açıklama yapılır, programın uygulama sürecinde piyasalarla sürekli bir bilgi akışı sağlanır, kamu oyunun merkez bankasının politikasının amaç, araç ve uygulama sonuçları konusunda belirli aralıklarla bilgilendirilir.

Yukarıdaki koşulları sağlayan ülkeler teorik olarak enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayabilirler ve fakat ülkenin içinde bulunduğu ekonomik, sosyal ve siyasal sebeplerle bu uygulamanın bazı avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Şimdi kısaca bu avantaj ve dezavantajları maddeler halinde sıralayarak kısaca görelim,

### **Avantajları**

- Para politikasının şeffaflık düzeyini artırır,
- Anlaşılması diğer politikalara göre daha kolaydır,
- Para politikası otoritesinin sorumluluğunu belirler,

- Para politikası araçlarının kullanımında bağımsızlığı sağlamaktadır,
- Merkez bankasının şeffaflık ve kredibilitesini arttırmaktadır,
- Para politikasının operasyonel olarak uygulanmasına yardımcı olmaktadır,

Enflasyonun doğrudan hedeflendiği rejimlerde para politikasının şeffaf olması ve kamuoyuna düzenli olarak bilgilendirme yapılması esastır. Aslında söz konusu özellikler gelişmiş ülkelerde bu rejimin başarısı için çok önemlidir. Bu çerçevede enflasyonu doğrudan hedefleyen merkez bankaları enflasyon ve para politikasının geçmiş ve gelecek performansını açık bir şekilde ortaya koymak amacıyla "Enflasyon Raporu" yayımlamaktadır<sup>118</sup>. Tüm bu avantajlarının yanında bazı dezavantajları da vardır. Bunlar,

#### **Dezavantajları**

- Ekonomik büyüme üzerinde kısa dönemde baskı yaratabilir,
- Bu politika için gerekli olan esnek döviz kuru sistemi mali istikrarsızlıklara sebep olabilir,
- Enflasyon hedefinin kontrolü zordur,
- Çok istikrarlı ve katı uygulanması gerekli bir politikadır,
- Mali politikaların para politikalarına göre üstünlük sağlamasını engelleyemez.

Enflasyon hedeflemesinde merkez bankasınca hedeflenen enflasyon eğer ekonomik aktörlerin beklentilerini etkileyebiliyorsa etkindir. Yani, gelecek döneme ait fiyatlandırma davranışlarını olumlu yönde etkilemesi istenir. Dolayısıyla, enflasyonun

---

<sup>118</sup> Melike Alpaslan, Pelin Ataman Erdönmez, a.g.e., s. 19.

hedeflemesinin ara hedeflemeden farkı, enflasyon hedefinin net bir şekilde kamuoyuna duyurulması ve bu konu ile ilgili doğrudan sorumluluk alınmasıdır.<sup>119</sup>

Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesinde temel amaç, gelecek yönlü beklentileri olumluya çevirerek geçmişe yönelik katı fiyatlama davranışlarını kırmak ve fiyat istikrarına zemin hazırlamaktır. Bu bağlamda, bu uygulamada öncelikle enflasyon patikası belirlenir. Bu patika etrafındaki sapma marjları merkez bankasınınca açıklanmaktadır. Bu uygulamada operasyonel hedef olarak genellikle kısa vadeli faiz oranları kullanılır. Bu politikanın başarıya ulaşması için mutlaka, para otoritesince bazı büyüklüklere ilişkin yapılan öngörülerin ekonomik birimlerce benimsenmesi ve aynı yönde hareket etmeleri gerekir.

### **1.3.2.2. Nominal Gelir Hedeflemesi**

Nominal gelir, reel gelir ile fiyatların çarpımına eşit olduğundan bu hedefleme aslında reel gelir ile fiyatlar genel düzeyindeki değişimleri birlikte hedeflemiş olur. Nominal gelir hedeflemesinin halk tarafından anlaşılması kolaydır. Ancak, merkez bankasının nominal gelir üzerindeki kontrolü sınırlıdır. Çünkü, nominal geliri sadece para politikası değil, maliye politikası, gelirler politikası, dış ticaret politikası gibi unsurlarda etkilemektedir. Dolayısıyla amaç hedeflere ulaşamaması durumunda bunun tek sorumlusunun para politikası olmadığı gözden uzak tutulmamalıdır.

### **1.4. Para Politikası Aktarım Mekanizmaları**

Para otoritesi firmaların ve hane halklarının fiyatlama davranışlarını direkt kontrol edemezler. Dolayısıyla merkez bankası fiyat istikrarını sağlamak için ( varsa diğer bir hedefini sağlamak için) fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olan değişkenleri ortaya koyarak bu değişkenlerin enflasyonu hangi kanalla etkileyeceğini etkin biçimde analiz etmek zorundadır. Aksi takdirde, uygulanan değişkenler istenen amaçları sağlayamazlar ve para politikasının etkinliği kaybolur. İşte tam bu noktada aktarım mekanizması kavramı ortaya çıkmaktadır.

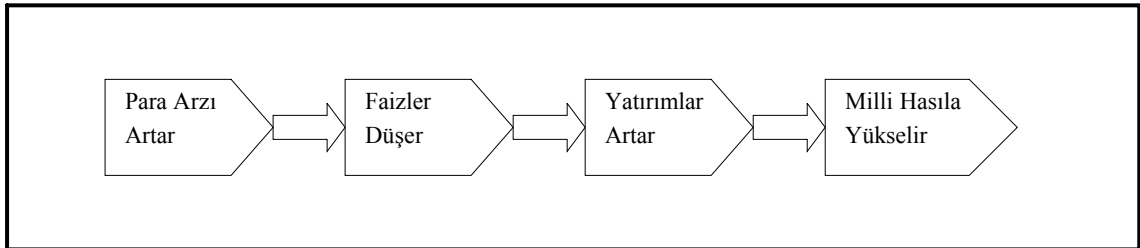
---

<sup>119</sup> Önder, a.g.t., s. 43.

Dinamik ekonomi tarihinin önde gelen isimlerinden Ragnar FRISCH, 1933’de ekonomik dalgalanmaların dinamik analizini ilk etki ve yayılma süreci olmak üzere ikiye ayırmaktadır. İlk etkiler düzensiz olarak meydana gelmektedir ve fakat etki meydana geldiğinde çeşitli yollarla ekonomiye yansımaktadır. Günümüzde ilk etki yerine ŞOK kelimesini yayılma kelimesi yerinede AKTARIM kelimesi kullanılmaktadır.<sup>120</sup> Paranın ekonomiye aktarım mekanizmasıyla ilgili birçok hipotez vardır. Biz bu kanalların en temel beş tanesini ekonomiye olan genel etkileri yönünden inceleyeceğiz. Okuyucu, anlatacağımız beş kanalın dışında da farklı aktarım mekanizmalarının olduğunu bilmelidir. Şimdi sırasıyla bu mekanizmaları genel çerçevesiyle incelemeye çalışalım,

#### 1.4.1. Faiz Oranları Kanalı

Faiz oranları kanalıyla standart aktarım mekanizması Hicks (1937) tarafından ortaya koyulan IS-LM modeli çerçevesinde açıklanmaktadır. Bu modelin işleyişini aşağıdaki şekil yardımıyla açıklamaya çalışalım,



Şekil 5

#### Faiz Oranları Kanalı Aktarım Mekanizması

**Kaynak:** Bu çalışma için tarafımdan geliştirilmiştir.

Yukarıdaki şekle göre, para talebi sabitken para arzındaki bir artış faizlerin düşmesine neden olur. Faiz oranlarındaki bu düşme, ekonomik birimlerin tüketiminin artmasına ve firmaların yatırım maliyetlerinin düşmesi nedeniyle yatırım mallarının talebinin artmasına neden olacaktır. Dolayısıyla hem tüketimin hem de yatırım malları talebinin artması toplam talebin artmasına ve bu da ekonomide toplam üretim artmasına neden olacak ve sonuç olarak milli hasıla yükselecektir. Yukarıdaki mekanizmasının

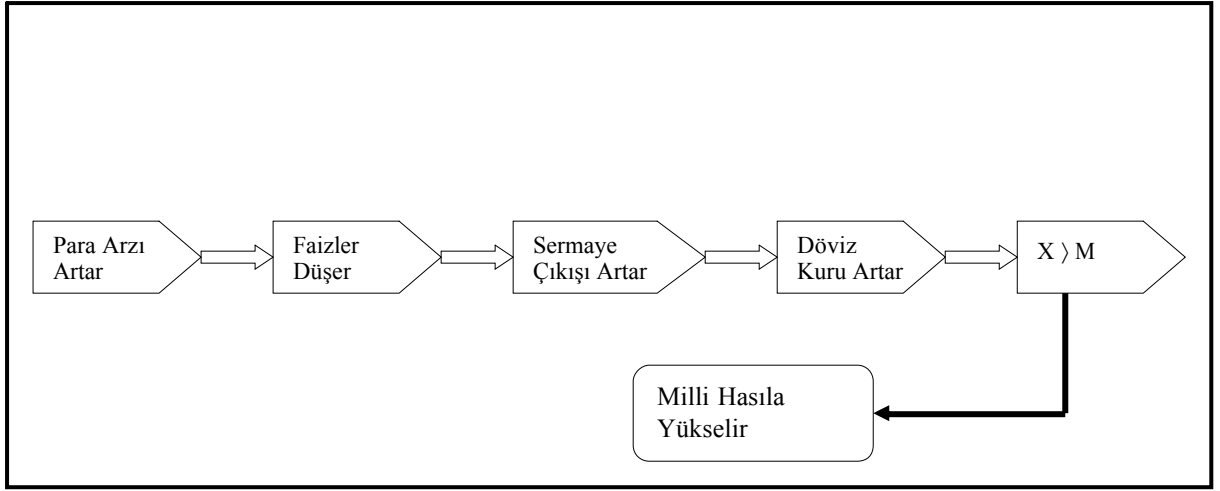
<sup>120</sup> Parasız, a.g.e., s. 145.

terside doğrudur. Burada ki sorun, toplam talebin uzun dönem faiz oranlarıyla ilişkili olup olmadığı konusundadır. Şöyle ki, eğer ekonomideki genel kabul, yani toplam talebin uzun dönem faizlerle ilişkili olduğu, doğru ise o zaman üretimin artması para arzı sonucu düşen kısa dönem faizlerinin uzun dönem faizleri üzerinde düşüş yönlü baskı yaratıp yaratmamasına bağlı olarak değişecektir. Eğer kısa dönem faiz oranlarında meydana gelen değişiklik aynı yönlü olarak uzun dönem faizler üzerinde de etki meydana getirirse o zaman toplam talep artışı üretim artışına neden olarak milli hasılayı arttırabilecektir.

Buradaki diğer bir sorunda kısa dönem üretim kapasitesi bakımından ortaya çıkmaktadır. Eğer, kısa dönem faizlerinin düşmesi sonucu artan toplam talep ortamında ekonomi üretim kapasitesinin sınırındaysa firmalar artan bu talebi görüp kar marjlarını arttırmak isteyecekler ve dolayısıyla daha az verimli üretim faktörlerini üretime koşacaklardır. Dolayısıyla azalan verimler yasaşı işlemeye başlayacak ve firma maliyetleri ve dolayısıyla da fiyatlar genel düzeyi yükselecektir. Bu bağlamda bu politikanın çok dikkatli uygulanması gerekir.

#### **1.4.2. Döviz Kuru Kanalı**

Bir ekonominin dışa açık olması dış ticaretin reel kesim üretimi içindeki önemini arttırmaktadır. Dolayısıyla kurlardaki değişmeler üretim kararları ve enflasyon üzerinde de belirleyici olabilmektedir. Bu bağlamda döviz kuru kanalıyla aktarım mekanizması dalgalı döviz kurunun benimsendiği piyasalarda para politikası etkinliği açısından etkisini gösterecektir. Kur kanalıyla aktarım mekanizması temel olarak ekonomiyi aşağıdaki şekilde etkilediği görülür,



Şekil 6

#### Döviz Kuru Kanalı Aktarım Mekanizması

**Kaynak:** Bu çalışma için tarafımdan geliştirilmiştir.

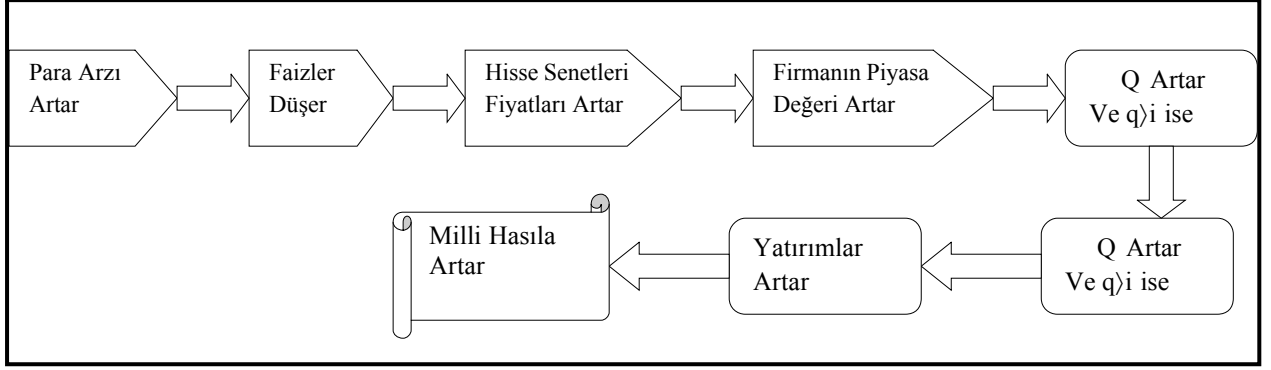
Yukarıdaki şekle göre para talebi sabitken para arzının artması faizlerin yükselmesine neden olacaktır. Faizlerin düşmesi yabancı sermayenin kar marjını düşürecek ve ulusal piyasalardan dış piyasalara sermaye çıkışına sebep olacaktır. Dolayısıyla yurtiçindeki döviz arzı azalacak ve ulusal para değer kaybedecektir. Artan döviz kuru sayesinde yerli mallar dış piyasalarda daha ucuz hale gelecek ve ihracat artışına sebep olacak, eşanlı olarak talebinin fiyat ve gelir esnekliği yüksek ithal mallarının ithalat hacminde de daralmalar görülecektir. Bu sayede ülkenin net dış ticaret gelirleri artacaktır. Artan dış ticaret milli hasılanın artmasına neden olacaktır. Bu süreçte ortaya çıkabilecek en büyük sorun, milli hasılanın artmasına bağlı olarak artan yurt içi ve yurt dışı talep ekonominin üretim kapasitesinin sınırlarına bağlı olarak enflasyona yol açabilme ihtimalidir. Eğer ki, artan yurtiçi talebe yurtiçi üretim karşılık veremezse o takdirde fiyatlar genel düzeyi üzerinde baskı oluşacak ve fiyatlar genel düzeyi artış eğilimine girecektir. Bu bağlamda sadece para politikasının değil maliye politikasının da para otoritesi ile uyumlu bir şekilde uygulanması gerekmektedir.

#### 1.4.3. Hisse Senetleri Kanalı

Para politikası hisse senetleri fiyatlarını etkileyerek reel ekonomi üzerinde etkili olur. Burada Tobin'in "Q Teorisi" devreye girer. Q denilen değişken firmanın



piyasa değerinin sermayenin yenilenme maliyetine oranıdır. Eğer ki,  $Q$  piyasa faiz oranından büyük olursa o zaman yatırım artışıyla birlikte milli hasıla artacaktır. Şimdi, aşağıdaki şekilde bu mekanizmanın işleyişini göre,



Şekil 7

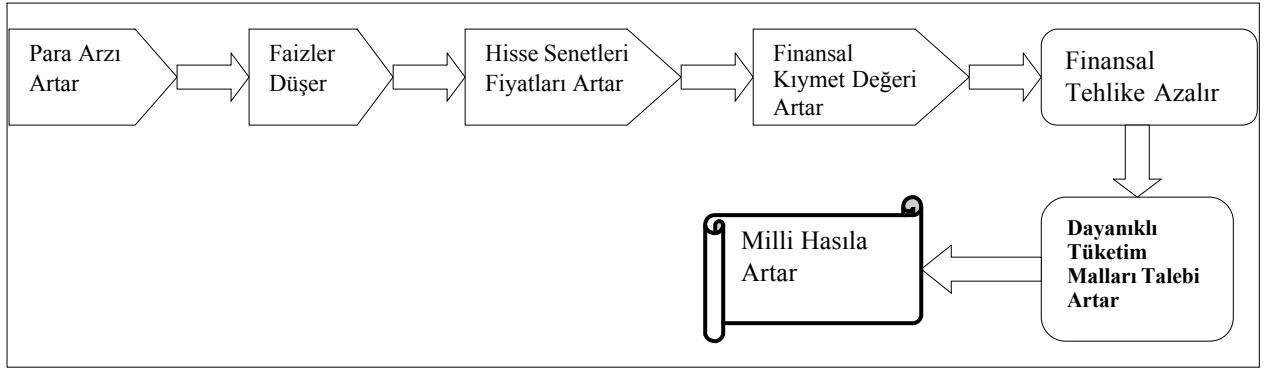
#### Hisse Senetleri Kanalı Aktarım Mekanizması

**Kaynak:** Bu çalışma için tarafımdan geliştirilmiştir.

Yukarıdaki şekle göre para arzı artışı faizlerin düşmesine ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Hisse senetlerinin fiyatlarının artması firmanın piyasa değerini yükseltir. Sermayenin yenilenme maliyeti sabitken firmanın piyasa değerinin artması  $Q$  değerinin artmasına yol açar. Böyle bir durumda  $q$ , piyasa faiz oranından daha büyükse o takdirde yatırım yapmak cazip hale geleceği için yatırım mallarına olan talep artar ve dolayısıyla ulusal milli hasıla artar.

#### 1.4.4. Likidite Kanalı

Likidite kanalına göre artan para arzı faizlerin düşmesine neden olarak finansal kıymet değerini arttırır. Finansal kıymet değerinin artması finansal tehlike riskini azaltır. Bu ortamda risk priminin azaldığını gören ekonomik birimler dayanıklı tüketim malları harcamalarını arttırır ve dolayısıyla toplam talep düzeyi ekonominin genelinde artış göstererek milli hasılda artış meydana gelir. Bu işleyiş mekanizması aşağıdaki şekilde görülmektedir.



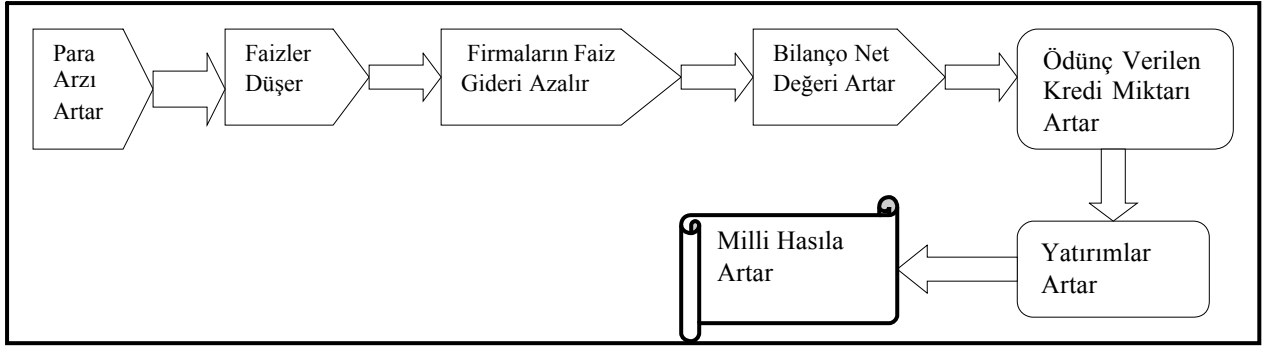
Şekil 8

#### Likidite Kanalı Aktarım Mekanizması

**Kaynak:** Bu çalışma için tarafımdan geliştirilmiştir.

#### 1.4.5. Bilanço Kanalı

Bilanço kanalı, firmaların öz sermayeleri aracılığıyla çalışır. Firmaların daha düşük öz sermayeye sahip olması yatırım harcamalarının finansmanına yönelik kredi ödüncülerinin azalmasına neden olacaktır. Aksine yüksek öz sermaye yeterliliğine sahip firmalar yatırım harcamalarının finansmanında firmaları fonlayabileceklerdir. Firmaların öz sermayelerinde bir azalma firmalar açısından “ ahlaklı davranış” sorununu ortaya çıkaracaktır. Bunun anlamı, daha düşük öz sermayeye sahip firmalar daha riskli yatırım projelerine yöneleceklerdir. Riskli yatırımların arttırılması demek ödünç verenlerin paralarını alamaması demektir. Böylece firmaların öz sermayelerinde meydana gelen bir azalma yatırım harcamalarında da bir azalmaya neden olacaktır. Sonuç olarak bilanço net değerine göre kredi verilir verilemeyeceğini değerlendiriyoruz. Eğer bilanço net değerinde bir artış olursa kredi arzı artacaktır. Tüm bu açıklamalarımız aşağıdaki şema dahilinde özetlenmiştir.



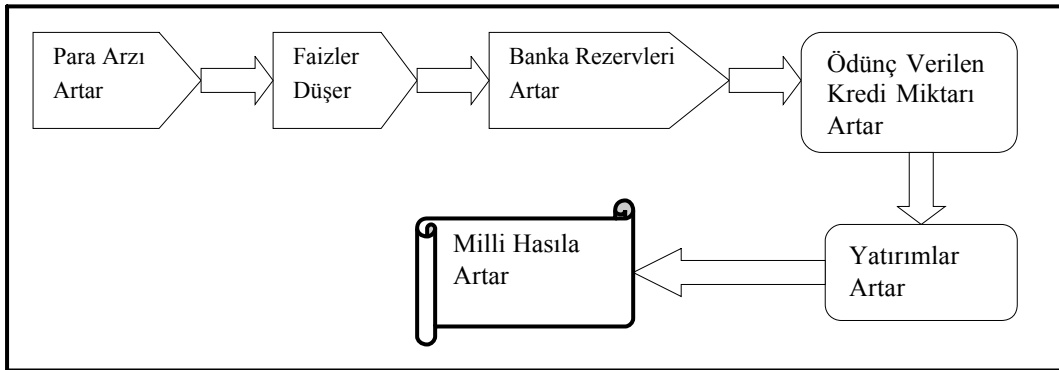
Şekil 9

#### Bilanço Kanalı Aktarım Mekanizması

**Kaynak:** Bu çalışma için tarafımdan geliştirilmiştir.

#### 1.4.6. Banka Kredileri Kanalı

Bankaların kredi verme gücü merkez bankasının para arzına bağlı olarak değişir. Banka kredileri kanalının önemi, firmaların fiş finansman ihtiyacını bankalardan karşılanması noktasında ortaya çıkar. Çünkü, bankaların temel işlevi, ödünç verilebilir fonları en etkin şekilde ödünç talebinde bulunan sektörlerle kanalize etmektir. Bu bağlamda bankaların aracı rolü büyük önem taşımaktadır. Bu mekanizmayı basit bir şekil yardımıyla açıklamaya çalışalım,



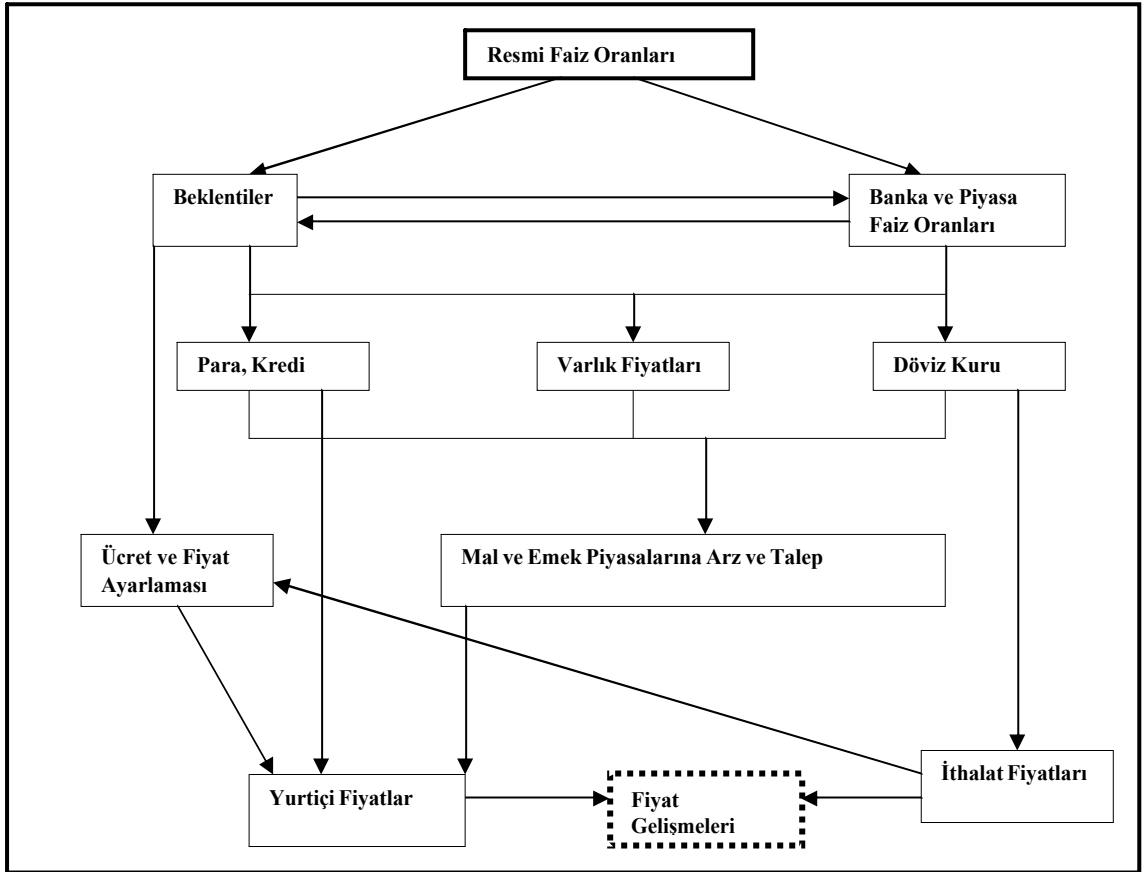
Şekil 10

#### Banka Kredileri Kanalı Aktarım Mekanizması

**Kaynak:** Bu çalışma için tarafımdan geliştirilmiştir.

Yukarıdaki şekle göre para arzı faiz oranlarını düşürür. Faiz oranlarının düşmesi banka rezervlerinin artması anlamına gelmektedir. Artan rezervler bankaların ödünç verilebilir kredi miktarını arttırmaktadır. Dolayısıyla artan yatırım ortamı ve toplam talep ortamında ulusal gelir artacaktır.

Yukarıda anlatılan tüm aktarım mekanizmaları aslında anlatıldığı kadar basit bir süreç değil çok daha karmaşık ilişkiler barındıran bir süreçtir. Çünkü, bu süreçte ekonomik birimlerin bekleme durumlarının de etkili olması sebebiyle aktarım mekanizmasının etkinliğini ortaya koymak tam olarak mümkün değildir. Şimdi yukarıda anlatılan ayrı aktarım mekanizmalarını tek bir şekil üzerinde toplayarak özetlemeye çalışalım. Bu özetlemede Avrupa Merkez Bankası'nın ( ECB) para politikası yayınında kullanılan şema kullanılacaktır.



Şekil 11

#### Parasal Aktarım Mekanizması

Kaynak: The Monetary Policy of ECB, 2001. [www.ecb.eu](http://www.ecb.eu).

Merkez bankalarının para arzı ve dolayısıyla kısa vadeli faizler üzerinde kontrol kabiliyeti vardır. Bu özelliğinden dolayı merkez bankasının ilan ettiği resmi faiz oranları bir çok kanalla fiyat gelişmeleri üzerinde belirleyici olur. Şimdi maddeler halinde bu ilişkileri açıklamaya çalışalım,

- I. Merkez bankasınca açıklanan resmi faiz oranları banka ve piyasa faiz oranları üzerinde etkin bir rol oynar. Örneğin, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını arttırması ülkeye yabancı sermaye girişine sebep olacak ( yeterli şartlar altında) ve ulusal para aşırı değerlenecektir. Dolayısıyla ithal malları daha pahalıya gelecek ve fiyatlar genel düzeyi üzerinde artış yönlü baskı yaratacaktır,
- II. Artan ithalat fiyatlarının firmaların ücret ve fiyat ayarlama politikaları üzerinde olumsuz etki yapacak ve yurtiçi fiyatlar artış yönlü bir eğilime girecektir,
- III. Para otoritesince açıklanan resmi faiz oranları, beklentileri de etkileyecektir. Yine faiz oranlarının arttığını düşünelim. Bu yükseliş piyasalar tarafından gelecek dönemde enflasyonla mücadelenin ciddi biçimde devam edeceği şeklinde algılanırsa enflasyon beklentileri olumluya dönüşecektir,
- IV. Enflasyon beklentilerinin düşmesi işçilerin daha yüksek ücret talep etmelerini engelleyecek ve sosyal sözleşmelerin daha düşük düzeylerde belirlenmesine neden olacaktır. Bu da yurt içi fiyatlar üzerindeki baskıyı azaltacaktır,
- V. Beklentiler ile banka ve piyasa faiz oranları, varlık fiyatları üzerinde belirleyici olacak ve para-kredi, varlık fiyatları ve döviz kuru etkileşimi mal ve emek piyasalarında denge fiyat oluşum sürecinde etkili olacaktır. Bu etki yurt içi fiyat gelişmeleri üzerinde de etkisini hissettirecektir,

VI. Mal ve emek piyasalarında oluşan denge fiyat düzeyi ücret-fiyat ayarlamalarını da etkileyerek fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olacaktır.,

Sonuç olarak, merkez bankaları ellerinde bulundurdukları para politikası araçlarıyla piyasadaki para arzını ve dolayısıyla kısa vadeli faiz hadlerini kontrol etmekte ve dolayısıyla denge kur oluşumu, gelecek dönem enflasyon beklentileri ve piyasa toplam talebi üzerinde etkili olarak fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkili olabilmektedirler. Bu etkinlik, bağımsız bir merkez bankasının varlığı halinde daha da artacak ve diğer politikaların da desteğiyle ekonominin genel dengesi üzerinde orta ve uzun vadede olumlu etkiler yaratabilecektir.

## **2. PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİNE YÖNELİK İKTİSADİ YAKLAŞIMLAR**

Para politikası klasik iktisatçılardan başlayarak günümüz iktisatçılarına kadar tüm iktisadi okulların üzerinde durduğu temel konulardan biri olmuştur. Gelişen ve değişen ekonomik yapıyla birlikte para politikasının etkinliğine yönelik fikir ayrılıkları da ortaya çıkmıştır. Tüm bu iktisadi süreç içerisinde ortaya çıkan ekollerin para politikası açısından ortak özelliği, ekonomik faaliyetleri etkilemesi bakımından önemli bir politika aracı olmasıdır. Bu bakımdan tarihsel süreç içerisinde para politikası ile ilgili uygulamalara bakmak için iktisadi ekollerin para politikalarına yaklaşımlarını bilmemiz gerekir. Şimdi, bu okulların para politikası hakkındaki temel düşüncelerini tartışmaya açalım,

### **2.1. Klasik İktisat ve Para Politikası**

İktisadi düşüncenin bilimsel olarak klasiklerle başladığı göz önüne alınırsa, bu iktisatçıların para konusundaki yaklaşımları da önem kazanmaktadır. Klasik İktisatçılara göre para nötr bir değişkendir.<sup>121</sup> Yani para yansızdır. Para sadece üretim ve mübadeleyi kolaylaştırır. Klasiklere göre para görmeyi zorlaştıran bir peçedir. Bu ifadeyi J.B. Say “

---

<sup>121</sup> Tomas Sowell, **Classical Economics Reconsidered**, New Jersey, Princeton University Pres, 1974i s. 59.

para, bizden iktisadi gerçekleri saklayan bir peçedir, gerçek para malların kendisidir” sözüyle vurgulamaktadır.

Klasik iktisat iki temel üzerine oturulmuştur. Bunlar Mahreçler Kanunu ve paranın miktar kuramıdır. Mahreçler kanununa göre, her arz kendi talebini yaratır. Yani üretilen her mal ve hizmet mutlaka talep edilecektir. Burada varsayım gereği, kişiler elde ettikleri gelirin hepsini harcarlar. Aksi takdirde üretilen malların bir kısmı talep edilmeyecek ve eksik istihdam sorun ortaya çıkacaktır. Peki, ekonomik birimler elde ettikleri gelirin hepsini harcamaz ise bu teori nasıl işleyecektir? Klasikler buna faiz kanalı ile cevap vermektedir. Yani, harcanmayan gelir belirli bir faiz karşılığında tekrar kredi olarak müteşebbislere geri verilecektir ve böylelikle elde edilen tüm gelirin bir şekilde harcanması sağlanacaktır. Dolayısıyla klasiklere göre ekonomi daima tam istihdamda bulunmaktadır.

Klasik iktisat, iktisat politikası aracı olarak para politikasını savunmaktadır. Çünkü, klasiklerde ekonomiye müdahale yoktur ve dolayısıyla maliye politikası asla kabul edilemez. Çünkü görünmez el yardımıyla ekonomi kendi kendine tam istihdama gelecektir. Ekonomiye müdahale etmeye gerek yoktur. Onlara göre, ücret ve faizler esnektir ve tam istihdamın temelini oluşturur.

Klasik düşüncede ikinci temel “ miktar teorisi” dir. Bu teori paranın fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkisini açıklamaktadır. Miktar Teorisi,  $MV=PT$  eşitliğine dayanır. Bu eşitlikte, V (paranın dolaşım hızı) ile T işlem hacmi sabit, istikrarlı varsayılır. Bu varsayımlar altında para arzındaki ( M) bir artış etkisini aynı yönde ve oranda fiyatlar genel düzeyi üzerine yansiyarak gösterecektir. Yani, para arzı % 50 oranında arttığında fiyatlar genel düzeyi de % 50 oranında artacaktır. Bunun temel sebebi ekonominin tam istihdam da olduğu varsayımdır. Görüldüğü gibi para arzındaki bir artış üretim üzerinde hiçbir etki yaratmadan aynı oranda fiyatlar üzerinde etki yaratmıştır. Dolayısıyla, klasiklere göre para politikası etkisizdir ama aktif bir para politikasının da tam istihdamın sağlanmasında ücret- fiyat mekanizmasının yükünü hafifleteceği de belirtilmiştir. Bu da para politikasının tamamen göz ardı edilmediğini gösterir.

## 2.2. Keynezyen İktisat ve Para Politikası

Klasik iktisatçıların savunduğu “her arz kendi talebini yaratır” fikri, 1929 yılında yaşanan büyük dünya buhranı ile sekteye uğramıştır. Bu olay, üretilen her malın talep görmeyebileceğini ve görünmez el’in işlevsiz kaldığını göstermiştir. İşte tam da bu ortamda ortaya çıkan Keynezyen devrim, ekonomi teorisine ve politikasına yeni abkış açıları getirmiştir. Keynes 1936 yılında yazdığı “İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi” adlı eserinde klasik teorinin savlarına büyük eleştiriler getirmiş ve bazı yeni fikirler ortaya atmıştır.

Keynes, klasiklerin ekonominin tam istihdamda dengeye her zaman geleceği fikrine karşı çıkmış tam istihdamın ihtimal dahilinde bir sonuç olduğunu ama eksik istihdamında var olabileceğini öngörmüştür. Keynes, ekonomide eksik istihdamın ve gayri-iradi işsizliğin olabileceğini söylemiştir. Keynes’e göre tam istihdam durumunda ortaya çıkacak bir para arzı artışı sadece fiyatlar genel düzeyini arttıracaktır. Keynes, ayrıca klasiklerin paranın sadece işlem amacıyla talep edildiği fikrini eksik bulmakta ve paranın ihtiyat ve spekülasyon amaçla da talep edilebileceğini belirtmektedir. Bu yaklaşım literatürde “likidite tercihi” olarak bilinir.

Keynesyen teoride faiz oranları para talebini etkileyebileceği için, paranın dolanım hızı sabit değildir. Keynes’e göre paranın gelir dolanım hızı, bankacılık ve ticari hayatın niteliğine, sosyal alışkanlıklara, gelir dağılımına ve elde tutulan paranın satın alma gücüne bağlıdır. Keynesyen görüşe göre klasiklerin aksine para politikası yardımıyla reel ekonomiyi etkilemek mümkündür.<sup>122</sup> Keynesyen teoriye göre para arzındaki bir değişikliğin reel ekonomiyi etkileme derecesi para talebinin ve yatırım talebinin faiz esneklerine bağlı olarak değişir. Eğer, para talebinin faiz esnekliği düşük ise o zaman, para arzındaki bir artış faizlerde yüksek düzeyde bir düşüşe yol açacaktır. Faizlerdeki bu düşüş yatırımların faiz esnekliğinin yüksek olduğu bir ortamda yatırım harcamalarında önemli bir artışa neden olacaktır. Yani para politikasının etkinliği, para talebinin faiz esnekliği ile ters, yatırım talebinin faiz esnekliği ile doğru orantılı olarak değişmektedir. Buradaki en önemli sorun para arzındaki artışın belirli bir noktaya kadar

---

<sup>122</sup> Nur Keyder, **Para: Teori-Politika ve Uygulama**, Bizim Büro Basımevi, Geliştirilmiş 7. baskı, Ankara, ss. 292-295.



faiz düşüşlerine neden olacağıdır. Bu nokta ekonomide “ likidite tuzağı” olarak bilinmektedir. Bu noktadan sonra arttırılan para arzı faizler üzerinde bir düşüşe neden olmayacağı için ekonomiye de bir getirisi olmayacaktır.

Keynesyen model daha çok toplam talebin unsurları üzerinde durmaktadır. Yatırım harcamalarında meydana gelen bir değişim aynı oranda değil çarpan mekanizması kadar reel üretim üzerinde etkili olmaktadır. Yani bir birimlik bir yatırım milli gelir üzerinde kendisinden daha fazla artış meydana getirecektir. Bu etki marjinal tüketim eğilimi ile doğru orantılı olarak değişmektedir. Sonuç olarak şunu söyleyebiliriz, Keynesyen teoride para politikasının başarısı para arzındaki bir artışın ya da para talebindeki bir azalışın faizler genel düzeyi üzerinde ne kadar düşürücü etkiye sahip olduğuna bağlı olarak değişecektir ve fakat uygulanan maliye politikasında bu etkinlikte büyük rol oynayacaktır.

### **2.3. Monetarist İktisat ve Para Politikası**

Keynesyen iktisat politikaları 1950-60’lı yıllarda uygulanmaya başlanmış ve giderek genel kabul gören bir teori olma özelliğine bürünmüştür. Ancak 1970’li yılların başında ortaya çıkan petrol krizi ve Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla küresel düzeyde ekonomilerin hiç de alışık olmadığı yepyeni bir sorun ortaya çıktı: Stagflasyon. Stagflasyon, durgunluk içinde enflasyon demektir. Bu durum Keynes’in öne sürdüğü politikalar ışığında ekonomi de olmaması gereken bir sorundu. İşte, Keynesyen ekonominin bu duruma çare olamaması sonucu ekonomi literatüründe yeni bir akım olan Parasalcı Akım ( Monetarizm) ortaya çıkmıştır. Bu akımın temsilcisi Milton Friedman’dır. Friedman 1940’lı yılların sonlarından günümüze değin yayınladığı birçok çalışmasında müdahaleci Keynesyen maliye politikalarına karşı çıkmıştır. Friedman’a göre ekonomide ortaya çıkan işsizlik, enflasyon ve bütçe açıkları gibi sorunların temelinde para politikaları vardır.

Monetarizm daha çok o yılların en önemli sorunu olan enflasyon üzerinde durmuştur. Parasalcılar ekonomide ortaya çıkan enflasyonun temel nedeninin, hükümetlerin hesapsızca yaptığı parasal harcamalar olduğunu söylemişlerdir. Bu nedenle para politikası iktisadi sorunlara karşı diğer iktisat politikası araçlarından daha

etkilidir. Monetaristler temelde klasik iktisadi düşünceden yana olmalarına rağmen bazı farklı yönleride vardır. Örneğin, klasiklerin tersine ekonomide “ doğal işsizlik” oranının var olabileceğini belirtmişlerdir. Ayrıca paranın dolanım hızı, belli değişkenlerin istikrarlı bir fonksiyonudur. Friedman’a göre para talebi reel gelirin bir fonksiyonudur.

Friedman’ın para politikaları ile yaptığı açıklamalar şu şekildedir<sup>123</sup>,

- ✓ Para arzındaki büyüme oranı ile nominal gelirin büyüme oranı arasında çok kesin olmamakla birlikte bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü, para arzındaki artışların geliri etkilemesi zaman almaktadır,
- ✓ Para arzındaki artış, nominal geliri 6 ve 9 ay arasında etkiler,
- ✓ Para arzındaki artış ile enflasyon arasındaki gecikme yaklaşık olarak 12- 18 ay arasında bir zaman dilimi alır,
- ✓ Kısa dönemde para arzındaki bir artış ilk önce reel kesimi etkiler ve 10 ayı aşan bir sürede para arzının büyümesi fiyatları etkiler.

Monetaristlere göre enflasyonu kontrol altına almak için en etkin araç para politikasıdır. Para arzı dışsal olarak yani, para otoritesince bağımsız olarak belirlenir. Bu güç para otoritesince ekonominin ihtiyaç duyduğu anlarda kullanılmalıdır. Aksi takdirde, parasal genişleme talep enflasyonuna neden olabilecektir. İşte moneteristler tam bu noktada bu istikrarsızlığı engellemek için parasal artış kuralı önermişlerdir. Buna göre, para otoritesi her yıl ekonomik büyüme oranına eşit düzeyde bir para arzı artışına izin vermelidir. Eğer daha fazlasına izin verilirse fiyat istikrarsızlıklarıyla karşılaşılacaktır. Sonuç olarak, monetaristler büyüme oranına eşit bir para arzı artışını savunmuşlar ve devletin ekonomiye şok parasal müdahalelerden kaçınmasını istemişlerdir.

---

<sup>123</sup> Aktan, a.g.e., s. 182.

#### 2.4. Rasyonel Beklentiler Okulu ve Para Politikası

Rasyonel Bekleyişler Teorisi'nin kaynağını John Muth'un yaptığı çalışmalar oluşturur. Bu teorinin ortaya çıkmasına kadar gelecekle ilgili bekleyişler sadece geçmiş değişmelerin ortalama bir değeri niteliğindedi yani " uyarlayıcı bekleyişler" söz konusuydu. Muth ile beraber " rasyonel bekleyişler" kavramı ortaya atıldı. Rasyonel bekleyişlere göre, kişiler yalnızca geçmiş deneyimlere değil, bu deneyimlere dayanarak gelecekle ilgili tahminlere dayanarak hareket ederler. Bu fikirler daha sonra Robert LUCAS, Thomas SARGEANT, Neal WALLACE ve Robert BARRO tarafından geliştirilmiştir.

Rasyonel beklentiler teorisine göre eğer geçmiş enflasyon oranı % 20 ise gelecek yıl enflasyon oranını sadece % 20'yi göz önüne alarak yapmayacaklar, aynı zamanda gelecekle ilgili rasyonel düşünceleri de dikkate alacaklardır. Bu yaklaşıma göre bireyler, devletin uygulayacağı iktisat politikalarına karşı daha aktif ve etkin bir davranış içerisine girmektedirler. Örneğin, para otoritesinin para arzını arttırması beklendiği gibi üretimi arttırmayacak, enflasyona sebep olacaktır. Çünkü, bireyler rasyoneldir ve sistematik hata yapmazlar. Artan para arzının enflasyona yol açacağını tahmin edip ona göre piyasa davranışı kararları alırlar. Dolayısıyla bu özellikte ekonomi politikalarının etkinliğini ortadan kaldırır.

Rasyonel beklentiler teorisine göre para politikası kısa ve uzun dönemde etkin değildir. Uygulanacak genişletici bir para politikasının milli geliri ve enflasyonu nasıl etkileyeceği genişletici para politikasının önceden açıklanan bir politika mı yoksa, beklenmeyen ( şok) bir politikayı olduğuna bağlı olarak değişecektir. Eğer izlenen politika önceden açıklanmışsa, bireyler oluşacak fiyat düzeyini ve enflasyon haddini önceden tahmin edeceklerdir. Dolayısıyla bu durumda milli gelir etkilenmeyecektir. Aksine uygulanan politika şok bir politikaysa ekonominin balans ayarı bozulacaktır. Bir süre sonra bireyler politika değişikliklerini fark edecekler ve kararlarını yeniden düzenleyeceklerdir. Böylece ulusal gelir tekrar eski seviyesine dönecektir.<sup>124</sup>

---

<sup>124</sup> Erdal Ünsal, **Makro Ekonomi**, Eda Matbaası, Beşinci Baskı, Ankara, 2003, ss. 310-312.

Sonuç olarak Rasyonel Beklentiler Teorisine göre müdahaleci politikalar ekonominin genel dengesi üzerinde etkin olmayacaklardır. Çünkü, bireyler sistematik hata yapmadıkları için açıklanan politikaları iyi analiz edecek ve gelecekle ilgili kararlarını geçmiş tecrübelerinin de yardımıyla oluşturacaklardır. Bu bağlamda devlet ekonomiye müdahale etmemelidir ve sadece istikrarlı politikalar uygulamalıdır.

## **2.5. Arz Yanlı İktisat ve Para Politikası**

Arz yönlü iktisat, ekonomik istikrarsızlıkların giderilmesinde para politikası yerine vergi uygulamalarına dayalı maliye politikasını önermişlerdir. Bu iktisatçılar esasen talep yönlü iktisat politikaları sonucunda ortaya çıkan verimsizlik, tasarrufların ve yatırımların azalması, işsizlik ve yüksek enflasyon... gibi ekonomik sorunlar karşısında özellikle vergi indirimlerinin etkili olacağını savunmuşlardır<sup>125</sup>. Bu iktisatçılara göre piyasaya yapılan müdahaleler anlamsızdır. Bu bağlamda para politikası içinde aynı görüşe sahiptirler. Onlara göre devlet parasal kontrol politikalarına son vermelidir. Çünkü, ekonomide çıkan istikrarsızlığın temel nedeni üretim artışının para arzı artışının gerisinde kalmasıdır. Dolayısıyla, emisyonun fon karşılama politikası olarak uygulanmadığı durumlarda en iyi politika optimal bir vergi politikası uygulamaktır.

## **2.6. Diğer Yaklaşımlar**

Yukarıda açıklamaya çalıştığımız para politikasına ilişkin temel yaklaşımlardan başka para politikasının etkinliğine ilişkin farklı yaklaşımlarda ortaya konulmuştur. Şimdi kısaca bu yaklaşımları incelemeye çalışalım,

### **2.6.1. Portföy Dengesi Yaklaşımı**

Bu teori J. Tobin ve W.J. Baumol tarafından geliştirilmiştir. Bu yaklaşım temelde likidite teorisinin yapısal özelliklerine sahiptir. Yani bu teori de faiz oranları üzerine yoğunlaşmaktadır. Bilindiği üzere likidite teorisinde piyasada oluşan tek bir faiz oranı vardır ve fakat portföy dengesi yaklaşımında ise birden fazla faiz oranı vardır. Dolayısıyla bu faiz farklılıkları aktifler arasında mükemmel ikameyi engellemektedir.

---

<sup>125</sup> Aktan, a.g.e., s. 91.

Bu iktisatçılar çalışmalarında ekonomik birimlerin neden faiz getirisi ile aktif varlıkları arasında hangi sebeplere dayanarak tercih yaptıklarını ve aktifler arasındaki tercih farklılıklarının nedenlerini araştırmışlardır. Portföy teorisine göre, bireyler aktifler arasında bir seçim yaparlar.<sup>126</sup>

Portföy kuramına göre , ekonomik birimler, finansal ve reel aktiflerden oluşan portföylerini, bunların nispi fiyatlarının yapısı fonksiyonunda düzenlemek için çaba gösterirler. Her ekonomik birimin, verimlerini ve nispi fiyatlarını dikkate alarak optimal olduğunu düşündüğü bir aktifler dağılımı vardır<sup>127</sup>. İşte seçimi yapılan optimal portföy dengesi bozulursa, o zaman bireyler bu durumu düzeltmek için reel ya da finansal aktifleri alıp satarak tepki göstermeleri ekonominin genel dengesi üzerinde de değişmelere neden olur. Bozulan bu denge aktif getirilerinin eşit olduğu noktada tekrar oluşacaktır.

Portföy dengesi yaklaşımına göre para ekonomi için önemli bir unsurdur ama yegane önemli unsur değildir. Dolayısıyla merkez bankası para politikası uygulamalarında sadece para arzını değil aynı zamanda diğer reel ve finansal aktiflerdeki fiyat ve miktar değişmelerinin de etkisini dikkate almalıdır. Çünkü, miktar ve likidite teorisine göre para arzı değişiminin ekonomi üzerinde meydana getireceği etki bellidir. Ancak portföy dengesi kuramında para arzı değişimini kaynağına bağlı olarak kesin bir etkiden söz etmek mümkün değildir.

Sonuç olarak portföy yaklaşımı, para arzındaki değişimlerin bireylerin mal ve mali piyasalardaki harcamalarını arttıracaklarını ve para politikası uygulamalarının portföy kanalıyla yapacağı etkileri de dikkate almaktadır.

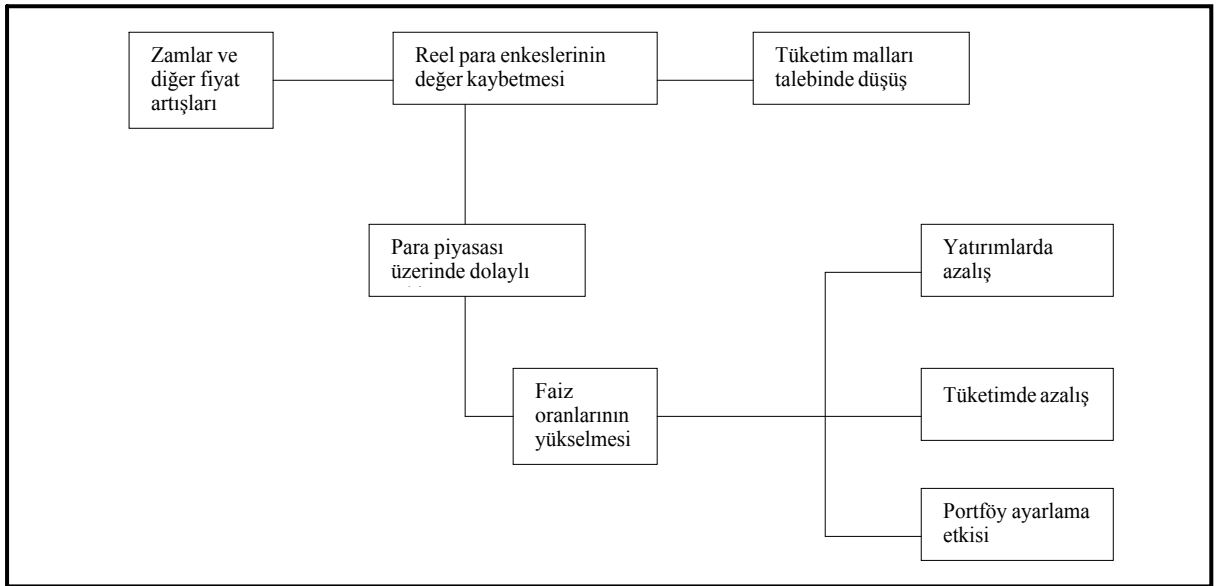
### **2.6.2. Reel Ankes ve Pigou Etkisi**

Reel Ankes etkisi, kişilerin ve firmaların sahip olduğu reel para stoğundaki değişmelerin mal ve hizmet talebi üzerindeki doğrudan etkisi olarak tanımlanmaktadır. Bu etki ilk kez 1943’de A.C. Pigou tarafından ortaya atılmıştır ve bu Pigou Etkisi olarak bilinmektedir. Bu etki daha sonra Patinkin tarafından geliştirilmiştir. Bu etki nasıl işler

<sup>126</sup> Tezer Öçal, **Para Teorisi**, Gazi Üniv. İ.İ.B.F Yayınları, No: 33, Ankara, 1985, s. 237.

<sup>127</sup> Selçuk Abaş, **Para Teorisinde Faiz Oranları ve Türkiye’de ki Uygulama**, İstanbul, 1980, s. 62.

peki? Örneğin, fiyatlar genel düzeyi sabitken para arzı artarsa reel satın alma gücü yükselir. Dolayısıyla bu aşırı reel ankes hem reel mal talebini hem de aktif talebini arttırır. Nominal para arzı azalırsa bu etkinin tam tersi sonuç ortaya çıkar. Ya da, para stoku sabitken fiyardaki bir düşüş reel ankesleri arttırır ve bunun sonucu olarak reel toplam talep artar. Sonuç itibariyle reel ankes etkisi, fiyat değişmelerinin kişilerin servetlerinin reel değerlerini de etkilediğini, ankeslerinin reel değerlerini korumak isteyen fertlerin gösterdikleri tepkinin de fiyat değişmelerinin etki şiddetini azalttığını, uygulanacak para politikalarının bu hususu göz önünde bulundurması gerektiğini açıklamıştır. Bu tez Türkiye için 24 Ocak 1980 ve 5 Nisan 1994 kararlarında aşağıda gösterilen şekildeki gibi işlemiştir.



Şekil 12

### Türkiye'de İstikrar Kararlarının Otomatik Etkisi

**Kaynak:** Parasız, a.g.e., s. 372.

### 2.6.3. Kredi Varlığı Tezi

J. H. Williams ve Robert Roosa gibi düşünürler para otoritelerinin mevcut akım değişkenler yerine, para arzı gibi bir stok stok değişken üzerinde oynayarak para politikasına yön vermeye çalışmasını önemli bir eksiklik olarak görmüşlerdir.<sup>128</sup> Bu tezi savunanlar için ekonomide asıl olan para stoku yerine kredi bulunabilirliğidir. Bu tez kısaca, ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde para otoritesinin para arzı yerine faiz oranları üzerinde oynamalar yapmanın ekonomi üzerinde daha etkili sonuçlar ortaya çıkarabileceğini savunmaktadır. Yani faiz oranları üzerinde bir değişme beklentisi piyasa çıkacak kredi miktarındaki beklentileri etkileyerek piyasalar üzerinde konjonktürel etkiler meydana getirebilecektir.

### 2.6.4. Gurley-Shaw Yaklaşımı ve Finansal Aracılar

John G. Gurley ve Edward S. Shaw adlı iki iktisatçının ismiyle anılan bu teoriye göre, para stokuna ekonomik birimlerin sahip oldukları hisse senedi ve tahvillerinde banknot ve banka mevduatına dönüştürülebileceği dikkate alınarak para stoku kavramı içerine dahil edilmelidir. Yani mali değerler ile nakit ve mevduat arasındaki ikame imkanının sonsuz olduğu kabul edilmiştir.<sup>129</sup>

Para arzının geniş bir alanı kapsaması para politikası uygulamalarını zorlaştıracaktır. Çünkü, finansal araçların ellerinde bulunan para benzeri likitler, vadesiz mevduatlar kadar likit oldukları halde merkez bankasının yetki alanı dışında kalmaktadır. Bu ise para politikasının başarılı ve etkin bir şekilde uygulanmasını güçleştirecektir. O halde sadece para arzı kanalıyla likiditenin kontrolü iyi işlemeyecektir. Çünkü, ihtiyaç duyulan likidite, para benzerleri aracılığıyla sağlanacaktır. Dolayısıyla, merkez bankası sadece ticari bankaların kredi hacimlerini kontrol edip, banka dışı finansal araçları kontrol etmez ise uygulanacak para politikası başarısızlıkla sonuçlanacaktır.<sup>130</sup>

<sup>128</sup> Akdiş, a.g.e., s. 206.

<sup>129</sup> İlker Parasız, **Enflasyonla Mücadelede Para Politikasının Etkinliğini Arttıran ve Azaltan Bazı Kurumsal Faktörler**, Bursa İ.İ.B.F Dergisi, Cilt:1, Sayı:1, Nisan, 1980, s. 48.

<sup>130</sup> Parasız, 1998, s. 119.

Yukarıda ortaya çıkan sorun özellikle merkez bankalarının anti-enflasyonist politikalar uyguladığı zamanlarda daha da önem kazanacaktır. Çünkü, bu dönemde fiyatlar genel düzeyini düşürmek isteyen para otoritesi para arzını kısıacak ve dolayısıyla faiz oranları yükselecektir. Faizlerin yükseldiğini gören piyasa aracı kurumları da faiz oranlarını yükselterek fon toplama yoluna gidecekler ve topladıkları bu fonları en yüksek getiri sağlayan tahvillere yatıracaklardır. İşte, halkın elindeki fonları finansal aracı kurumlara yatırması ekonomideki para talebini düşürecek ve dolayısıyla düşen para talebi faiz oranlarının yükselmesini önleyerek daraltıcı para politikasından beklenen sonuçlar ortaya çıkmayacaktır.

### **2.6.5. Radcliffe Okulu**

1959 yılında başında Lord Radcliffe'nin bulunduğu komitenin hazırlamış olduğu raporda esas olarak para arzının önemine karşı çıkarak, geleneksel miktar teorisine yapılan keynesyen tepkiyi ifade etmektedir.<sup>131</sup> Bu görüşe göre, para ve harcama arasında herhangi bir ilişki söz konusu olmadığı, para ile ileriye dönük beklentiler arasında bir bağlantı bulunduğu için sadece para arzının kontrol edilmesi, para politikasının uygun politika aracı ve hedefi olamaz. Para politikası etkin kılınmak isteniyorsa, bu ancak ekonomideki toplam likiditenin kontrol edilmesi ile mümkün olur. Toplam likidite ise faiz oranlarındaki değişimler yoluyla etkilenebilmektedir. Bu durumda para otoritelerinin para arzını hedef alan ve faiz oranlarını ihmal eden politika tedbirlerini kullanmaları beklenen sonuçları vermeyecektir.<sup>132</sup>

## **3. AÇIK EKONOMİDE PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİ**

Bu bölümde para otoritesi tarafından uygulanan para politikalarının ülkenin piyasa koşullarının tam sermaye hareketliliği altında ve sınırlı sermaye hareketliliği altında olduğu durumlar ayrı ayrı ele alınacak ve bu koşullar altında esnek ve sabit kur sistemleri altında etkinliğin derecesi Mundell-Fleming Modeli açıklamaları ışığında açıklanacaktır. Bu bağlamda açıklamalar IS-LM modeli çerçevesinde ele alınacak ve BP (ödemeler dengesi) eğrisinin esnekliğine bağlı olarak politikanın etkinliği tartışılacaktır. Burada IS, ekonomideki mal piyasalarındaki dengeyi LM ise para piyasalarındaki

<sup>131</sup> Akdiş, a.g.e., s. 208.

<sup>132</sup> Pirimoğlu, a.g.e., s. 146.



dengeyi sağlayan faiz oranı milli gelir bileşimlerini göstermektedir. BP ise cari hesap açığı ile sermaye hesabı fazlasını sıfır yapan alternatif yurtiçi hasıla düzeyi ve yurtiçi faiz haddi bileşimlerinin geometrik yerini göstermektedir. Burada önemli olan husus, BP'nin eğimini etkileyen unsurlardır. Bu noktada iki temel faktör bu eğim üzerinde belirleyici olmaktadır. Bunlardan birincisi, marjinal ithalat eğilimi (m) dir. Marjinal ithalat eğilimi arttıkça dış ticaret açığı da artacak ve bu açığı daha fazla sermaye girişiyle finanse etmemiz gerekecektir. Dolayısıyla da daha yüksek faiz maliyetine katlanarak bu açık giderilebilecektir. Yani marjinal ithalat eğilimi arttıkça BP eğrisi de dikleşecektir. İkinci faktör ise sermayenin faize olan duyarlılığıdır. Sermayenin faize olan duyarlılığı arttıkça BP eğrisi daha yatık bir konum alacaktır. Sonuç olarak BP=0 durumunda tam sermaye hareketliliği koşulları geçerli olacaktır. Şimdi tam sermaye ve sınırlı sermaye hareketliliği altında para politikasının etkinliğini açıklamaya çalışalım,

### **Tam Sermaye Hareketliliği Altında Para Politikalarının Etkinliği**

Tam sermaye hareketliliği altında para politikasının etkinliğini sabit ve esnek kur sistemleri altında ayrı ayrı inceleyelim.

#### **a) Sabit Kur Sistemi Altında Para Politikasının Etkinliği**

İlk denge, IS ve LM eğrilerinin kesiştiği denge faiz haddi, milli gelir düzeyinde oluşur. Şimdi ekonomide herhangi bir sebep ile parasal bir genişlemenin olduğunu düşünelim, dolayısıyla LM eğrisi aşağıya kayarak daha düşük faiz haddi daha yüksek milli gelir noktasında yeni denge sağlanacaktır. Ancak para otoritesi döviz kurunu ilk denge noktasında tutmak gibi bir taahhüdün altındadır. Bu bağlamda düşen faiz oranları ülkeden sermaye çıkışına sebep olacak ve ulusal para değer kaybedecektir. Para otoritesi bu durumu önlemek için piyasalara müdahale edecek ve döviz satıp ulusal para çekecek ve piyasalardaki ulusal para cinsinden para arzını azaltacaktır. Sonuç olarak LM eğrisi tekrar yukarı doğru kayacak ve denge faiz ve gelir düzeyi ilk düzeyine ulaşacaktır. Yani uygulanan para politikası milli gelirden herhangi bir değişmeye neden olmadığından dolayı ETKİN OLMAYACAKTIR.

## **b) Esnek Döviz Kuru Altında Para Politikalarının Etkinliği**

İlk denge IS ve LM eğrilerinin kesiştiği denge faiz haddi, milli gelir düzeyinde oluşur. Şimdi ekonomide herhangi bir sebep ile parasal bir genişlemenin olduğunu düşünelim, dolayısıyla LM eğrisi aşağıya kayarak daha düşük faiz haddi daha yüksek milli gelir noktasında yeni denge sağlanacaktır. Düşen faiz oranları ülkeden döviz çıkışına sebep olacak ve ulusal para değer kaybedecektir. Yükselen döviz kuru ihracat mallarını dış piyasalarda daha ucuz hale getirecek ve ihracat artacaktır. İhracatın artması mal piyasalarında üretimin artması demek olduğu için IS eğrisi yukarı yönlü hareket edecek ve milli gelir düzeyi daha da yükselirken denge faiz haddi ilk noktaya dönecektir. Görüldüğü üzere faiz oranları değişmezken denge gelir düzeyi artmıştır. Sonuç olarak, para politikasının TAM ETKİN olduğunu söyleyebiliriz.

## **Sınırlı Sermaye Hareketliliği Altında Para Politikasının Etkinliği**

Bu bölümde para politikasının etkinliği yine sabit ve esnek kur sistemleri çerçevesinde incelenecek ve fakat her bir durumda kendi içerisinde BP)LM ve BP(LM olmak üzere iki ihtimal dahilinde analiz edilecektir. İlk durumda Ödemeler dengesi eğrisinin LM eğrisine göre daha dik olduğu bir durumu, diğer durum ise BP eğrisinin LM eğrisine göre daha esnek olduğu bir durumu göstermektedir. Şimdi sırasıyla bu durumları açıklamaya çalışalım,

### **a) Sabit Döviz Kuru Altında Para Politikasının Etkinliği**

Şimdi sırasıyla BP)LM ve BP(LM olduğu durumlarda ve sınırlı sermaye hareketliliği altında para politikasının etkinliğini inceleyelim,

#### **i. BP(LM Durumunda Para Politikasının Etkinliği**

İlk denge IS ve LM eğrilerinin kesiştiği denge faiz ve gelir düzeyinde oluşur. Şimdi herhangi bir sebeple parasal bir genişlemenin olduğunu düşünelim. Parasal genişlemeyle birlikte LM eğrisi aşağıya sağ tarafa doğru kayar ve daha düşük faiz, daha yüksek milli gelir seviyesinde dengeye gelir. LM-1 ile IS eğrisinin kesiştiği b noktası BP ile LM-1'in kesiştiği c noktasının altında kalmıştır. Dolayısıyla bu noktada ödemeler

dengesi açığı vardır. Aynı zamanda faizler genel düzeyi düştüğü için ülkeden döviz çıkışı olacaktır ve bu durumda ulusal para değer kaybedecektir. İşte para otoritesi hem sabit döviz kurunu korumak hem de BP açığını kapatmak için piyasaya döviz sürüp ulusal para çekecektir. Yapılan bu operasyon sonucu piyasadaki ulusal para arzı azalacağı için LM-1 eğrisi tekrar LM konumuna gelecek ve para politikası ETKİN OLMAYACAKTIR.

## ii. BP>LM Durumunda Para Politikasının Etkinliği

İlk denge IS ve LM eğrilerinin kesiştiği denge faiz ve gelir düzeyinde oluşur. Şimdi herhangi bir sebeple parasal bir genişlemenin olduğunu düşünelim. Parasal genişlemeyle birlikte LM eğrisi aşağıya sağ tarafa doğru kayar ve daha düşük faiz, daha yüksek milli gelir seviyesinde dengeye gelir. LM-1 ile IS eğrisinin kesiştiği b noktası BP ile LM-1'in kesiştiği c noktasının yukarısında kalmıştır. Dolayısıyla bu noktada ödemeler dengesi fazlası vardır. Bu noktada faizler genel düzeyi de göreceli olarak yüksek olduğundan ulusal piyasalara döviz girişi olacak ve ulusal para değer kazanacak (kur düşecek) ve dolayısıyla para otoritesi sabit döviz kurunu korumak için piyasadaki bu fazla döviz çekip karşılığında ulusal para verecektir. Bu operasyon LM-1 eğrisini LM-2 konumuna getirecek ve daha yüksek bir denge gelir düzeyine ulaşılacaktır. Sonuç olarak böyle bir durumda para politikası BP=0 durumuna göre SINIRLI ETKİN olacaktır.

## b) Esnek Döviz Kuru Altında Para Politikasının Etkinliği

Şimdi sırasıyla BP>LM ve BP<LM olduğu durumlarda ve sınırlı sermaye hareketliliği altında para politikasının etkinliğini inceleyelim,

## i. BP<LM Durumunda Para Politikasının Etkinliği

İlk denge  $IS_1$  ve  $LM_1$  eğrilerinin kesiştiği  $e_1$  noktasında oluşur. Bu noktada denge faiz oranı  $i_0$ , denge gelir oranı  $Y_1$ 'dir. Şimdi genişletici bir para politikası sonucu  $LM_1$  eğrisi sağa kayarak  $LM_2$  konumuna gelecek şekilde sağa hareket etsin. Bu yeni denge noktasında ( $e_2$ ) denge gelir düzeyi  $Y_2$ , faiz düzeyi  $i_2$ 'dir. Bu noktada  $e_1$  BP doğrusunun altında kaldığı için ödemeler dengesi açığı vardır. Bu açık kurun

yükselmeye be  $BP_0$  eğrisinin  $BP_1$  konumuna gelmesine neden olacak, eşanlı olarak artan kur düzeyi ihracatın artmasına bağılı olarak  $IS_1$  eğrisini  $IS_2$  konumuna getirecektir. Yeni denge noktası  $LM_2$ ,  $IS_2$  ve  $BP_1$  eğrilerinin kesiştiği  $e_2$  noktasında oluşacaktır. Bu yeni denge noktasında denge milli gelir düzeyi  $Y_3$  konumuna yükselecek ve fakat faiz oranlarındaki net etkiyi IS ve LM eğrilerinin eğimi belirleyecektir. Sonuç olarak, sınırlı sermaye hareketliliği altında, esnek kur sisteminde ve  $BP \langle LM$  olması durumunda para politikası OLDUKÇA ETKİN olacaktır.

## ii. $BP \rangle LM$ Durumunda Para Politikasının Etkinliği

Yukarıdaki anlatılan süreç aynen burada da geçerlidir. Ama  $BP \rangle LM$  olmasına bağılı olarak para politikası  $BP \langle LM$  durumuna göre DAHA AZ ETKİN olacaktır. Yine burada da faiz düzeyinin ne olacağı IS ve LM eğrilerinin eğimine bağılı olarak değişecektir. Sonuç olarak diyebiliriz ki, genişletici bir para politikası milli geliri etkileme bakımından etkindir ve bu etkinlik sermaye mobilitesi arttıkça artmaktadır.

## 4. TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

Çalışmamızın bu bölümünde ilk önce Türkiye'de 1980 öncesi uygulanan para politikaları, daha sonra ise 1980-1989 dönemi para politikaları kısaca, son olarak 1990 sonrası ve özellikle 2000 sonrası uygulanan para politikaları amaç, araç ve strateji tercihleri bağlamında incelenecektir.

### 4.1. 1980 Öncesi Uygulanan Para Politikaları

24 Ocak 1980 kararlarına kadar Türkiye'de değişik dönemlerde farklı para politikası uygulamaları gerçekleştirilmiştir. Bu uygulamalar belirli dönem yılları itibarıyla şöyle açıklanabilir.

Cumhuriyetin ilk kuruluş yıllarında parasal kontrol mekanizması İngiliz ve Fransız sermayesiyle kurulmuş Osmanlı Bankası aracılığıyla yürütülmüştür. Bu dönemde para arzının kontrolüne önem verilmiştir. Amaç, Türk parasına karşı halkın güvenini yeniden sağlayabilmektir. Ancak dönemin ekonomisinin dışa kapalı olması süreç içerisinde TL'yi aşırı değerli hale getirmesi ve 1929 Buhranı'nın da etkisiyle Türk

parasının istikrarı bozulmuş ve 25 Şubat 1930 tarihinde Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu çıkarılmıştır. Bu dönemin en önemli gelişmesi 1930 yılında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının kurulması olmuştur. 1930'lu yıllarda merkez bankasının temel politika aracı, kendi belirlediği reeskont oranları olmuştur. Bu dönemde uygulanan para politikalarının temel amacının döviz kurlarında ve dolayısıyla fiyat istikrarının sağlanmasına odaklandığı görülmektedir. Bu bağlamda sıkı para politikası önem kazanmış ve para arzının artışı önlenmiş ve fiyat istikrarında büyük çaplı bir bozulma görülmemiştir. Yine bu dönemde kamu kuruluşları ve ticari kredilerin önem kazandığı görülmektedir. 1930'lu yıllarda mevduat ve kredi faiz tavanlarını ve zorunlu karşılıkları belirleme yetkisi TCMB'nin yetkisinde değildir. Bu çerçevede zorunlu karşılık politikası daha çok kamunun finansmanı ve tasarruf sahiplerinin korunması amacıyla kullanılmıştır. Ayrıca bu dönemde hem TCMB faiz oranları hem de kredi ve mevduat faiz oranları pozitif reel faizler göstermiştir. 1930'lu yıllarda uygulanmaya başlayan sabit kur rejimi 1947 yılına kadar devam etmiştir.

1940-1950 dönemine baktığımızda ise bu dönemde yine sabit kur rejiminin devam ettirildiğini görüyoruz. Bu dönemde TCMB'nin temel para politikası aracı reeskont oranları olmaya devam etmiş ve 1938'de % 4 olan oran değiştirilmemiştir. Fakat zorunlu karşılıklar 1941-42 yıllarında alınan kararla % 15'den % 20'ye çıkarılmıştır. Daha sonra ise 1938-1950 döneminde reeskont oranlarında ve banka faizlerinde herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. TL'nin değerinin 1930'dan bu yana sabit tutuluyor olması, savaş yıllarında takas ve kliring şeklinde ihracatın yüksek fiyatlarla gerçekleştirilmiş olması, Türkiye'nin dış borçlarını ödemede güçlük çekmesi vb. nedenlerle uygulanan sabit kur politikası çerçevesinde 07.09.1946 yılında Recep Peker Hükümeti tarafından alınan bir kararla ilk devalüasyon yapılmış ve 1 \$= 1.32 TL'den 2.81 TL'ye yükseltilmiştir. Buradaki temel amaç ithalatın hızını kesmek ve ihracatı arttırmaktır. 1947 yılından sonra Türkiye Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemine geçmiştir. Bu dönemde merkez bankası bilançosunda dikkati çeken önemli gelişmeler, yükümlülükler tarafında emisyon, mevduat ve döviz taahhütlerindeki artış, varlıklar

tarafında ise hazine bonoları ve avanslardaki azalış ile senetler cüzdanı, hariçteki muhabirler ve döviz borçlarındaki artıştır.<sup>133</sup>

1950-1960 dönemi uygulamalarına baktığımızda ise para politikası açısından bir dönüm noktası olduğu görülmektedir. 1950'li yıllar para politikası açısından fiyat istikrarının ikinci plana itildiği, daha çok kamu açıklarının finansmanının ön plana çıktığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde moneter unsurların arttığına tanık oluyoruz. 1951 yılında reeskont oranları, banka faiz oranları düşürülmüş, emisyon oranında ise hızlı bir artış görülmektedir. Emisyondaki bu artışa kredilerinde artışı eklenince talep çok hızlı artmış ve tam bir enflasyon sürecine girilmiştir. Enflasyondaki artış beraberinde sabit kurunda etkisiyle ulusal parada aşırı değerlenme yaratmış ve dış ticaret açıkları sürdürülemez boyutlara gelmiştir. Oluşan bu açık dış borçlarında sürdürülemez boyutlara gelmesine neden olmuş ve 4 Ağustos 1958'de yeni istikrar paketi yürürlüğe konulmuştur. Bu kararlara para politikası açısından bakıldığında en önemli maddelerin 1\$= 900 kuruş yapılması, kamu sektörüne sağlanan kredilerin belirli bir tavanla sınırlanması, banka kredilerinin 30.06.1958 düzeyinde dondurulması, alınan sıkı para politikası kararları nedeniyle emisyon hacminin 1960'lı yıllara kadar düşüş eğilimi içine girmesi, devlet bütçesinin denkliğine karar verilmesi, ve dış borçların konsolide edileceği kararları alınmıştır. Bu dönemi merkez bankacılığı açısından özetlersek, 1950'li yıllar fiyat istikrarı temel hedefinden çıkıldığı, kamu açıklarının merkez bankası avanslarıyla finanse edilmeye başlandığı ve bu finansmanın 2001 yılına kadar önlenemeyen yükselişinin devam ettiği dönem olarak ifade edilebilir.

1960-1970 dönemi incelendiğinde bu döneme planlı ekonomi anlayışının damga vurduğunu söyleyebiliriz. Bu dönemde para politikası plan hedefleriyle uyumlu hale getirilmiş, para arzı artışı büyüme oranında yapılmaya çalışılmıştır. Bu dönemde sabit kur rejimi sürdürülmüş ve istikrarlı bir seyir izlemiştir. Bu istikrarlı seyre rağmen dış açık artmaya devam etmiştir. Dönemin başında düşük seyreden para arzı artış oranı dönemin ortalarından itibaren ivme kazanmıştır. Dolayısıyla bu dönemde yapılan kamu harcamaları vergi gelirlerinin yaklaşık üç katına çıkmıştır. Bu dönemde merkez bankasının amaç fonksiyonunun belirgin hale geldiğini görmekteyiz. Nitekim birinci

---

<sup>133</sup> Timur, a.g.t., s. 111.

beş yıllık kalkınma planında (1963-1968) para politikasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda para arzındaki artışın üretim artışının üzerine çıkmaması istenmiştir. 1960'lı yıllarda para politikası zorunlu karşılık politikaları, kredi tayinlaması uygulamaları, selektif kredi uygulaması ve reeskont kredi faizleri gibi araçlar vasıtasıyla yürütülmüştür. Bu dönemin önemli bir gelişmesi de zorunlu karşılıkların TCMB bünyesinde tutulmaya başlanması olmuştur. 1950-60 dönemine göre bu dönemde daha büyük istikrar görülmüştür. 1960-70 döneminde ortalama fiyat artışları % 6.6'ya gerilemiştir. İkinci kalkınma planıyla beraber ( 1968-1973) birinci plandan farklı olarak para arz ve talebi içinde hedefler konulmuştur. Ayrıca 1960'da % 5 olan Hazineye Merkez Bankasınca açılan avans limiti 1965'de % 10'a yükseltilmiştir.

1970-1980 döneminin para politikası açısından çok önemli bir dönem olduğunu görmekteyiz. Bu bağlamda dönemin en önemli gelişmesi TCMB kanununun değiştirilmesi olduğunu görmekteyiz. Dünya merkez bankacılığında yaşanan gelişmeler ve para politikası araçlarının çeşitlenmesi ihtiyacı TCMB'nin yeniden organize edilmesini gerekli kılmıştır. 1970 yılında kabul edilen 1211 sayılı kanunla merkez bankasının yetkileri, sorumlulukları ve organizasyon biçimi yeniden düzenlenmiş ve ekonomide daha aktif bir parasal otorite olacak hale getirilmiştir. Bu kanunla, Banka Kredilerini Tanzim Komitesi feshedilerek, görevleri Merkez Bankası'na devredilmiştir. Böylece merkez bankası zorunlu karşılık oranlarını belirleme ve bu konuda düzenleme yapma yetkisine sahip olmuştur.<sup>134</sup> Bu kanunla merkez bankasının görev tanımı içerisinde şu hususlar yer almıştır<sup>135</sup>,

- Para ve kredi politikasını, kalkınma planları ve yıllık programlara uygun bir tarzda yürütmek,
- Ulusal paranın itibarını korumak için gerekli önlemleri almak,
- Piyasadaki para arzını kanun gereğince düzenlemek,
- Bankalara ödünç verme işlerini kanun çerçevesinde yüklenmektir.

<sup>134</sup> İlker Parasız, **Türkiye Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2003, s. 236.

<sup>135</sup> Önder, a.g.t., s. 133.

TCMB tarafından ödünç para verme işlerinde ve mevduat kabulünde kullanılacak azami faiz oranları % 11.50 olarak uygulamaya konulmuştur. Uygulamaya konulan bu kanunla merkez bankasına ilk kez açık piyasa işlemleri yapma yetkisi verilmiştir. Bu dönemde, Türkiye’de katlı kur uygulaması, gümrük resimleri ve ithalat kotalarına dayalı korumacı bir dış ticaret politikası uygulanmış ve sabit kur uygulamasına devam edilmiş ve enflasyonda yaşanan yüksek oranları gerçekleştirmelerde sabit kurla beraber dikkate alındığında aşırı değerli TL ödemeler dengesinde açıklara sebep olmuştur. Bu sebeple ulusal para sık sık devalüe edilmek zorunda kalmıştır. Ayrıca bu dönemde yaşanan döviz sıkıntısına çare olması için yurt dışında yaşayan Türk işçilerin dövizlerini çekebilmek amacıyla 1976 yılında Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesabı enstrümanı yürürlüğe konulmuştur. 1973 yılında uygulamaya başlanan katlı kur uygulamasına dayanan politika, döviz rezervlerinin erimesine ve dış borçlanmanın artmasına neden olmuştur. Eşanlı olarak,  $M_1$  ve  $M_2$  olağanüstü boyutlarda artarken merkez bankası kredilerinde de artış eğilimi görülmüştür. Kısaca sürekli artan kamu kesimi açıklarının parasal genişleme ile finansmanı 1973 ve 1979 petrol krizleriyle de birleşince ödemeler dengesi krizlerine ve enflasyonun hız kazanmasına neden olmuştur. İşte tüm bu olumsuz gelişmelerle birlikte 1980’li yıllara gelinmiştir. Şimdi de 1980-1990 dönemi gelişmelerini kısaca incelemeye çalışalım,

#### 4.2. 1980- 1989 Dönemi Para Politikaları

1980 yılı gerek para politikası gerekse genel ekonomi anlayışı açısından bir dönüm noktası niteliği taşımaktadır. 24 Ocak 1980 kararlarıyla Keynesgil yaklaşım çerçevesinde düzenlenen, faiz oranlarında güdümlü ve para arzında aşırı artışlara dayanan para politikası yaklaşımı yerini Monetarist bir anlayışa bırakmıştır.<sup>136</sup>Ekonomik açıdan bir dönüm noktasını teşkil eden 24 Ocak Kararları para politikası açısından da bir dizi yenilik getirmiştir. Bu bağlamda enflasyonun temel nedeninin parasal genişleme olduğu sonucu kabul edilmiş ve önceden belirli bir program dahilinde disiplinli bir para ve kredi politikası izlenmeye çalışılmıştır.<sup>137</sup> Bu bağlamda 1980-1982 döneminde, kamu kesimi finansman ihtiyacının istikrar

<sup>136</sup> K. Batu Tunay, “ Türkiye’de 1980-1995 Döneminde Para Politikalarının gelişimi”, **İktisat Politikası**, Vildan Serin (ed.), Alfa Yayınevi, İstanbul, 1998, ss. 228-257.

<sup>137</sup> Akdiş, a.g.e., s. 359.



programında öngörüldüğü şekilde azaltılmasına bağlı olarak, rezerv para artışı hedeflenen düzeylerde tutulabilmiştir. Parasal genişlemenin kontrol edilmesi ve para talebinin arttırılması şeklinde uygulanan para politikası, 1981 ve 1982 yıllarında fiyat artışlarının yavaşlamasına neden olmuştur. 1983 yılında ise maliye ve para politikalarının büyük ölçüde gevşetilmesine bağlı olarak fiyatlardaki düşüş eğilimi tersine dönmüştür<sup>138</sup>. 24 Ocak Kararları'nın 19 Aralık 1983 günü TBMM'de okunan metninde para politikasını ilgilendiren maddeleri şöyledir<sup>139</sup>,

- ✓ Yeterli para arzı politikası uygulanacaktır,
- ✓ Faiz düzeyinin serbestçe olduğu ekonomik politikalara geçiş hızlandırılacaktır,
- ✓ Tasarrufların arttırılması için uğraşılacak, bu bağlamda tasarruf sahiplerine enflasyonun üzerinde faiz verilecektir,
- ✓ Sanayi yatırımlarının özendirilmesi için enflasyon düzeyi düşük tutulmaya çalışılacak, bu sayede kredi maliyetleri düşürülmeye çalışılacaktır,
- ✓ Kredi maliyetlerinin düşük kalması için banka ve sigorta muameleleri vergisi düşürülecektir,
- ✓ Esnaf ve sanatkara makul şartlarla kredi sağlanacaktır....vb.

1984 yılında fiyatlar genel düzeyini düşürmek ve ödemeler dengesi istikrarını sağlamak için sıkı para politikası uygulamaya konulmuş, bu amaçla nominal faiz oranları önemli derecede yükselmiştir. Bu dönemde , bütçe açığının finansmanı ve ekonomideki fazla paranın azaltılması amaçlarıyla halka ve bankalara hazine bonusu satışına başlanmıştır. Ayrıca merkez bankası reeskont kredilerini durdurmuş, disponibilitate oranını yüzde 10'dan yüzde 15'e çıkartmış, zorunlu karşılıkların yatırılmayan kısmına uygulanan cezai faizleri arttırmış ve bankaların merkez bankasına döviz satışlarını caydırıcı tedbirler almıştır.<sup>140</sup>

---

<sup>138</sup> Parasız, a.g.e., s. 379.

<sup>139</sup> Akdiş, a.g.e., s. 361.

<sup>140</sup> Tunay, a.g.e., ss. 228-257.

1985 yılında zorunlu karşılık sisteminde köklü değişiklikler yapılmıştır. Bu uygulamalar, ihracat ve yatırım kredilerine özgülenecek mevduata uygulanan tercihli karşılık oranlarının kaldırılması, karşılıkların yatırılma süresinin altı haftadan iki haftaya indirilmesi ve karşılık oranının % 25’den yıl sonunda % 19’a, 1986 yılı başında ise % 15’e düşürülmesi şeklinde gerçekleştirilmiştir.<sup>141</sup>

Kısaca 1980-1986 dönemi para politikaları uygulamalarında fiyat istikrarı temel amaç olmuş ve fakat bu amacın yanında ödemeler dengesi ve büyüme gibi amaçlarda göz ardı edilmemiştir. Bu dönemde para politikası aracı olarak 1980’lerin başında reeskont oranları ve zorunlu karşılıklar kullanılmış, 1985 yılı ile beraber Hazine ihaleli tahvil ve bono satışına başlamış, dispoñibilite ve zorunlu karşılıklar daha etkin şekilde düzenlenmiştir. Yine bu dönemde kamu finansmanı merkez bankası kaynaklarından karşılanmaktadır. Dolayısı ile para politikası maliye politikasına bağımlı bir şekilde yürütölmektedir. Özel kesimin kredi talebinin karşılanmasına yönelik olarak Merkez Bankası’nın otomatik reeskont kredileri yoğun bir şekilde kullanılmıştır. Bu dönemde, para arzını kontrol mekanizması; kamu ve özel kesimin portföy yapılarını ve harcamalarını doğrudan etkileyerek, devletin borçlanma, özel kesimin ise kredi taleplerini kontrol etmeye yönelik olarak işlemektedir.

1986 yılı para politikası uygulaması yönünden önemli değişikliklerin yaşandığı bir geçiş dönemi olmuştur. Bu dönemde özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapısına doğrudan müdahale ile şekillenen para politikası, yerine toplam rezervlerin kontrolüne dayalı bir para ve kredi politikası uygulamasına bırakmıştır. Bu sistemde Merkez Bankası, ticari bankaların TL cinsinden rezervlerini kontrol ederek, hem faiz politikasının etkinliğini arttıracak, hem de bankaların pasiflerinin kontrolü ile eşanlımlı olan para arzı kontrolü uygulamasına olanak bulacaktır.<sup>142</sup> Nisan 1986’dan başlayarak Interbank- Bankalararası Para Piyasası uygulamaya konulmuştur. Amaç, rezerv fazlası ve eksiğı olan bankaları karşı karşıya getirerek rezerv yönetimini kolaylaştırmaktır. 1986 yılı içerisinde parasal büyüklüklerin seyrini izlemek için ilk defa parasal program oluşturulmuştur. Bu program belli bir M<sub>2</sub> artışı hedefine dayandırılmıştır. Bu hedefte, rezerv para artışının ve dolayısıyla da merkez bankası net iç ve dış varlıklarının

<sup>141</sup> Bilir, a.g.t., s. 134.

<sup>142</sup> Parasız, a.g.e., s .380.

programlanmasına dayanmıştır. 1986 yılı mali piyasalarda önemli bir yenilik olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) kuruluşunu yapmıştır. 1986 yılı para programı, enflasyon hedefi % 25 ve milli hasıla hedefi % 5 artış ile uyumlu M<sub>2</sub>'nin % 35 oranında artacağı öngörülerek hazırlanmıştır. Yıl sonu gerçekleştirmeleri ise GSMH'da % 7.9, M<sub>2</sub>'de % 40 artış olmuş, enflasyon gerçekleşmesi ise % 34.6 olmuştur.

Merkez Bankası 4 Şubat 1987 tarihinden itibaren açık piyasa işlemleri uygulamaya başlamıştır. 1987 yılında, mevduat munzam karşılıkları be umumi disponibilite uygulamalarında değişiklikler yapılmıştır. Alınan önlemlerle bankaların nakit yönetimine esneklik kazandırılmıştır. 1987 yılında getirilen önemli yasal düzenleme sermaye piyasasını teşvik amacıyla 25 Mart 1987 tarihinde kabul edilen 3332 sayılı kanun ve “ Para Piyasaları ve Fon Yönetimi Genel Müdürlüğü” adı altında yeni bir genel müdürlüğün kurulmuş olmasıdır. 1987 yılında bankalararası para piyasasında ve İMKB'de işlem hacmi hızla genişlemiş, kamu kesimi ve özel kesim tarafından ihraç edilen mali piyasa araçları hacminde önemli artışlar olmuş ve mali piyasalara yeni tür araçlar kazandırılmıştır.<sup>143</sup>

1988 yılına gelindiğinde ekonomi yüksek enflasyon oranı sorunuyla karşı karşıya kalmıştı. Enflasyonun düşürülebilmesi için 4 Şubat 1988 Kararları alınmıştır. Bu kararlara göre<sup>144</sup>,

- İthalat teminatları % 7'den % 15'e çıkarılmıştır,
- İhracat yoluyla kazanılan dövizin yurtiçinde kalmasını sağlamak için bazı önlemler alınmıştır,
- Mevduat faizlerindeki serbesti kaldırılmış, faiz oranlarını belirleme yetkisi tekrar merkez bankasına verilmiştir,
- Disponibilite ve munzam karşılık oranları yükseltilmiştir.

---

<sup>143</sup> Mehtap Kesriyeli, 1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 97/4, Ankara, 1997, s. 9.

<sup>144</sup> Akdiş, a.g.e., s. 362.

1988 yılında para politikasının en önemli yönü Merkez Bankasının para ve döviz piyasaları arasındaki karşılıklı bağımlılığı hesaba katan bir çerçeve içinde arz ve talebi etkileyerek sonuca varma uygulamasını yerleştirebilmesi olmuştur.<sup>145</sup>

1989 yılında; Merkez Bankası Bilançosu büyüklüğünün parasal genişlemeler üzerindeki etkisi dikkate alınarak para politikası uygulaması bu büyüklüğün kontrol altına alınmasına yönelik olarak şekillendirilmiştir. Bu dönemde iç kredi genişlemesi durdurulmuş, Bilanço büyümesi sadece dış varlık artışı ile kur artışı sonrası oluşan değerlendirme hesabındaki değişmeden kaynaklanmıştır. Yine 1989 Ağustos ayında alınan 32 Sayılı Kararla döviz işlemleri ve sermaye hareketleri tamamen serbestleştirilmiştir. Amaç, küresel mali piyasalar ile bütünleşmeyi sağlamak, bankaların yurt dışından kredi bulmasını kolaylaştırmak ve sermaye piyasalarının gelişimine yardımcı olmaktır. Ancak alınan bu önlemler para politikası uygulamalarını daha da karmaşık hale getirmiştir.

Şimdi de öncelikle 1989 para politikası uygulamasını, daha sonra ise 1990-1993, 1994-1999 ve 2000 Enflasyonu Düşürme Programı olmak üzere üç dönem halinde ele alarak açıklamalarımıza amaç, araç ve strateji tercihleri bağlamında devam edelim.

#### **4.3. 1989 Sonrası Dönemde Uygulanan Para Politikaları**

Türkiye’de 1989 sonrası dönem, para politikası uygulamaları açısından bir dönüm noktası olarak algılanmaktadır. Şöyle ki, bu tarihten sonra para otoritesi para programları ilan etmiş ve ilan ettiği bu programlara uyacağına güvencesini vermiştir. Bu bağlamda açıklamalarımıza başlamadan önce geçiş yılı sayılan 1989 yılı para uygulamalarını kısaca gözden geçirelim.

32 sayılı kararlar beraber meydana gelen finansal serbestleşme süreci, sermaye piyasaları henüz kurumsallaşmamış bir ekonomide mali piyasalarda istikrarsızlıkların artmasına neden olmuştur. Finansal serbestleşmeyle beraber TL’nin konvertibil hale gelmesi ve yüksek faiz politikası spekülasyon atakları arttırmıştır. Piyasalarda meydana gelen aşırı oynaklık kurlarda ve faizde hızlı yükselmelere neden olmuş ve hükümetin

---

<sup>145</sup> Parasız, a.g.e., s. 384.

para politikası hedeflerine ulaşmada etkinliğini yitirmesine neden olmuştur. 1994 yılına kadar ki süreçte finansal piyasalarda ve döviz kurlarında istikrar amacı öncelik olmuştur. Bu amaçlar doğrultusunda para politikasının araç tercihleri de değişmiştir. Bu süreçle beraber dolaylı para politikası araçlarından piyasa bazlı araçlara önem verilmeye başlanmıştır ve orta ve uzun vadeli reeskont uygulamasına son verilmiştir. Bu tarihe kadar kullanılan reeskont olanakları bankacılık kesiminin likidite ihtiyacını karşılama amacını taşıyordu ve fakat 1989 sonrasında sadece para politikasının yürütülmesini sağlamak için kullanılacak bir araç haline getirilmiştir. 1989 yılında para politikasının temel hedefi, merkez bankası bilançosunun kontrol altında tutulması olmuştur.<sup>146</sup> Uygulama sonucunda bilanço bir yandan küçülürken diğer yandan da daha likit hale gelmiş ve uygulamada bir miktar esneklik kazanmıştır.

#### 4.3.1. 1990-1993 Dönemi Para Politikaları

Para politikası açısından 1990 yılı TCMB'nin bir para programı açıkladığı ilk yıl olması açısından çok önemlidir. Bu programın temel amacı merkez bankası bilançosunun küçülmesi ve hatta yapısal özelliklerinin değişmesidir. Yani bu program pasif içerisindeki emisyon oranını yükseltmek, aktifte de hazineye olan kısa vadeli avansların azaltılmasını hedeflemiştir. Programın ana hatları şöyledir; merkez bankasının toplam iç yükümlülükleri % 15-25 artacaktır, bilanço değeri % 12-22 büyüyecektir, toplam iç varlıklar % 6-16 oranında artacaktır ve merkez bankası parası % 35-38 artacaktır. Uygulanan bu program genel hatlarıyla başarı göstermiştir. Ancak finansal serbestliğin verdiği olumsuzluk TL'yi aşırı değerli hale getirmiştir. Uygulama sonuçlarına göre merkez bankası parası % 26,6 , toplam iç yükümlülükler % 21.6, toplam iç varlıklar % 11.9, MB Bilanço büyüklüğü gerçekleşmesi ise % 24,1 olmuştur.

Merkez bankası yukarıda saydığımız hedef değişkenlerin yanı sıra, amaç değişkenlerde belirlemiştir. Amaç değişken olarak enflasyon ve büyüme hızını seçmiş; enflasyon için yıllık ortalama % 54, büyüme oranı için % 5.7 hedeflenmiştir.<sup>147</sup> Gerçekleşmeler ise, enflasyon oranı % 56, büyüme hızı ise % 9.1 olarak gerçekleşmiştir.

<sup>146</sup> Rüştü Saracoğlu, “ 1990 Yılına Girerken Türk Ekonomisi”, Erişim: 13.04.2007, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprogram/turkekonomisi.html>.

<sup>147</sup> Ahmet Şahinöz, **Türkiye Ekonomisi: Sektörel Analiz**, İmaj Yayıncılık, Ankara, 2001, s. 262.

1991 yılı para programına bakıldığında ise ekonomide dışsal ve içsel nedenlerle siyasal ve ekonomik dalgalanmaların gözlemlendiği, dışsal olarak Körfez savaşının çıktığı bir yıl olması nedeniyle merkez bankası 1991 yılında para programı açıklamamıştır. Bunun yerine TCMB Türk lirası ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı amaç edinmiştir. Merkez bankacılığı açısından en önemli gelişme kamunun TCMB'den yoğun olarak kredi kullanması, böylece merkez bankasının amaç bağımsızlığının sektöre uğraması olmuştur. Diğer yandan 1991 yılında piyasadaki fazla likiditeyi çekmek için yoğun bir şekilde açık piyasa işlemlerine başvurduğunu görmekteyiz. Ayrıca 1 Eylül 1991 tarihinde merkez bankası doğrudan alım ve satım işlemlerini para piyasalarının gelişimini sağlamak amacıyla ihale yöntemiyle gerçekleştirmeye başlamıştır.

1992 yılına yeni bir para programı açıklanmış ancak kamu açıklarındaki hızlı artış neticesinde hedefler büyük oranda aşılmış, sonrasında ise para politikası kurdaki aşırı dalgalanmaları gidermeye yönelik olarak şekillendirilmiştir. Yine 1992 yılında merkez bankası 1990 yılında olduğu gibi bilanço büyüklüğü (hedef: % 37-47; gerçekleşme: % 100), toplam iç yükümlülükler (TİY) ( hedef: % 38-48; gerçekleşme: % 75 ), net iç varlıklar (NİV) ( hedef: % 27-39; gerçekleşme % 101), ve merkez bankası parası( hedef: % 40-50; gerçekleşme: % 85 ) üzerine hedefler koymuştur. Gerçekleşmelere bakıldığında görülmektedir ki, merkez bankası parası programın çok ötesinde büyümüş, NİV hedefi kamuya yılın ilk aylarında açılan yüksek miktarda krediler nedeniyle Mart ayında program hedefini aşmış ve dolayısıyla 1992 yılı para programı daha başlangıçta başarısızlıkla sonuçlanmıştır.

1993 yılında merkez bankası bir para programı açıklamamıştır. Çünkü, kamu finansman açıklarının kontrolden çıkmasının yarattığı parasal büyüklükler üzerindeki kontrol edilemezlik sürdürülemez boyutlara gelmişti. Yine 1993 yılında da TCMB, finansal piyasaların ve kur-faiz ikilisinin istikrarını sağlamayı ön planda tutmuş ve bu amaçları sağlamada başarı gösterememiştir. 1993 yılındaki kamu açıklarının finansmanı problemi 1994 krizinin adeta hazırlayıcısı olmuştur.

1989-1993 dönemini para politikası açısından amaç, araç ve strateji tercihleri açısından özetlemek gerekirse şu hususlar ön plana çıkmaktadır. 1989- 1993 döneminde

uygulanan para politikalarında döviz kurlarının ve faizlerin belirli bir düzeyde istikrar kazanması ve finansal piyasalarda kalıcı bir istikrar amaçları hedeflenmiştir. Bu hedeflere ulaşmak için ise araç tercihlerinde değişime gidilmiş ve dolaylı para politikası araçlarından ziyade piyasa bazlı araçlara ağırlık verilmiş ve eşanlı olarak orta ve uzun vadeli reeskont uygulamasına son verilmiştir. 1989 yılına kadar kalkınmanın finansmanını sağlamak amacıyla kullanılan reeskont kredileri 1989 sonrası süreçte artık sadece para politikasının yürütülmesi için kullanılacak bir araç haline getirilmiştir. Strateji tercihleri açısından bakıldığında ise, 1990 yılında uygulamaya konulan para programında parasal hedefleme stratejisi seçilmiştir. 1989 öncesi dönemde uygulanan geniş kapsamlı parasal büyüklükleri kontrol etmek yerine merkez bankası bilanço büyüklüğü kontrol altına alınmaya çalışılmıştır.

#### **4.3.2. 1994 Krizi ve 1999 Arası Dönemde Uygulanan Para Politikaları**

1990'lı yılından 1994 kriz yılına kadar olan döneme bakıldığında artan kamu açıklarının iç ve dış borçlanmayla finanse edilmeye çalışıldığını bu durumun ülkenin döviz rezervlerinde eksilmeye neden olduğunu görmekteyiz. Ayrıca artan iç borçlanmanın faiz oranlarını yükselttiğini ve bu faiz artışının da merkez bankasının enflasyonu düşürmek için izlediği düşük kur politikası ile birleşince kısa vadeli yabancı paranın ülkeye transfer hızını arttırdığını görmekteyiz. Bu ortamda ulusal paranın değerlenmesi de dış ticaret açığının artmasına ve dolayısıyla cari işlemler bilançosu açıkları sorunlarının yaşanmasına neden olduğunu görmekteyiz. Bu parametrelerin sonucunda dış ticaret açığı 14 milyar dolara, cari işlemler açığı ise 6.3 milyar dolara yükselmiştir. Aynı dönemde kredi derecelendirme kuruluşları olan Moody's ve Standart and Poors Türkiye'nin kredi notunu düşürmüşlerdir.<sup>148</sup> İşte bozulan makro ekonomik parametreler 1994 yılı başında para ve sermaye piyasalarında dengelerin bozulmasına neden olmuştur ve krizin kapısı çalınmıştır. Şimdi de 1994 krizinin temel nedenlerini ve para politikasının ilgilendiren kararlarını özet halinde inceleyelim.

---

<sup>148</sup> Rıdvan Karluk, **Türkiye Ekonomisi**, Beta Basım, 5. Baskı, İstanbul, 1997, ss. 390-394.

#### 4.3.2.1. 5 Nisan 1994 Kararları

Bozulan ekonomik yapı, hükümet tarafından alınan politika hatalarıyla birleşince 1994 likidite krizi meydana gelmiştir. Peki alınan hangi yanlış politika kararları döviz fiyatlarında yükselme trendi yaratarak kısa vadeli sermayenin ülke dışına çıkmasına neden olmuştur? Bu kararları temelde iki madde halinde özetleyebiliriz;

- I. Artan DİBS faizlerini önlemek için hükümetin hazine ihalelerini iptal etmesi ya da kısa vadeli kağıtlarda ki ihalelerin çok düşük hacimlerde yapılması yoluyla faizler üzerinde aşağı yönlü baskı yaratılmak istenmesi,
- II. İkinci olarak ise, artan kamu açıklarını hükümetin merkez bankası kanalıyla finanse etmek istemesidir.

Yukarıda ki iki temel şokun sunucunda ekonomideki döviz talebi hızla artmış ve likidite krizine neden olmuştur. Ayrıca enflasyonla mücadele için TCMB'nin değerli ulusal para ısrarı bankaların açık pozisyonları üzerinde de baskı yaratması ve sıcak paranın yarattığı iç talep artışı likidite krizini tetikleyen diğer unsurlar olmuştur. Tüm bu olumsuz gelişmeler 5 Nisan 1994 Ekonomik Önlemler Paketi'nin alınmasına neden olmuştur. Kararlar içerik olarak merkez bankası bağımsızlığını arttırıcı, kamu finansman açıklarını azaltıcı, parasal denetimi arttırıcı düzenlemelerin yapılması gibi özellikleri taşımaktadır. Alınan önlemlerden para politikasını ilgilendirenlerin en önemlileri şöyledir,

- TL'nin değeri 5 Nisan da 1 \$ = 23,032 TL iken, 6 Nisan'da 1 \$ = 31, 989 TL' ye 7 Nisan da 1 \$ = 39, 853 TL'ye düşürülmüştür. Ayrıca yönetilen kur politikası terk edilerek kur denge değer oluşumu piyasaya bırakılmıştır,
- IMF ile yapılan Stand-by anlaşması çerçevesinde TCMB'nin net iç varlıklar ve resmi rezervler gibi hedeflere ulaşılması zorunlu hale getirilmiştir, amaç parasal disiplini en kısa zamanda sağlamaktır,



- TCMB'den Hazine ve diğer kamu kuruluşlarının borçlanması kademeli olarak ( 1995 için= % 15, 1996 yılı için = % 10, 1997 yılı için = % 6, 1998 ve sonraki yıllar için % 3 olarak belirlenmiştir<sup>149</sup>.

1994 yılı para politikası açısından bazı yeniliklerinde olduğu bir yıl olmuştur. 15 Şubat 1994 tarihinden itibaren İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Repo- Ters Repo Pazarı'nda işlem yapmaya başlamasıdır. Amaç, merkez bankasının ikincil piyasaya da aktif olarak katılması, bilhassa kısa vadeli faiz oranları üzerindeki kontrol kabiliyeti arttırılmıştır.<sup>150</sup> Bu yılda para politikası aracı olarak zorunlu karşılıklar temel politika aracı olarak kullanılmıştır. Sonuç olarak 5 Nisan Kararlarının ekonomiye etkilerini maddeler halinde şöyle özetleyebiliriz<sup>151</sup>,

- Tüketim harcamaları azalmıştır ( Pigou Etkisi),
- Faiz oranlarının yükselmesine neden olarak yatırımlar üzerinde olumsuz etki yaratmıştır ( Keynes Etkisi),
- Faiz oranlarının yükselmesi tasarrufları artıcı ve tüketimi kısıcıcı etki yaratmıştır ( Meltzer Etkisi),
- Piyasa oyuncularının varlık kompozisyonlarında hazine kağıtlarına dönüşe sebep olmuştur ( Portföy Etkisi),
- Reel ankeslerin azalmasına neden olmuştur. Burada reel ankes reel ücretlerin düşmesi olarak anlaşılmalıdır,
- 1994 yılında emisyon miktarı % 98, rezerv para % 80, parasal taban % 38 oranında artmıştır,
- 1994 yılında toptan TEFE % 149.6 , TÜFE % 125.5 Oranında yükselmiştir,
- ihracatın ithalatı karşılama oranı % 77 olmuştur,

<sup>149</sup> Hülya Ardiç, 1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin TCMB Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi, TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, ( Uzmanlık Yeterlik Tezi), Ankara, 2004, ss. 228-230.

<sup>150</sup> Önder, a.g.t., s. 194.

<sup>151</sup> Parasız, a.g.e., s. 392.

- Ekonomide stagflasyonun üzerinde bir durgunluk yaşanmaya başlanmış ve depresyon belirtileri bazı sektörlerde kendisini göstermiştir.

Özet olarak 5 Nisan kararları ile mali piyasaları yapısal olarak sağlamlaştırmak için birçok düzenleme yapılmıştır. Banka mevduatları devlet garantisi altına alınmıştır. Bu dönemde alınan tüm önlemlerden amaç, fiyat ayarlamalarını bozan enflasyonu kısa vadede düşürüp orta vadede istikrar kazandırmak ve uzun vadede para ve sermaye piyasalarında istikrarsızlığın temel nedeni olan kamu finansman açıklarına kalıcı çözümler bulmak ve dış bağımlılığı azaltıcı yapısal dönüşümleri sağlamaktır.

#### **4.3.2.2. 1995-1999 Dönemi Para Politikaları**

1995 yılı para politikasını ilk on ay ve son iki ay olmak üzere iki dönem halinde incelemek yararlı olacaktır. 1995 yılının ilk on ayında izlenen para politikası 1994 yılı ikinci yarısında izlenen politikasının devamı niteliğindedir. Bu dönemde merkez bankasının amacı enflasyonla mücadele etmektir. Bu amaca ulaşmak için kurları nominal bir çapa olarak kullanmış, ayrıca kur politikasının kredibilitesini arttırmak için dış varlık artışına önem vermiştir. Bu artışın yaratacağı parasal baskıyı önlemek için de iç varlık artışına sınırlama getirilmiş API işlemleri uluslararası rezerv artışının sterilizasyonunda kullanılmıştır. Son iki ayda uygulanan para politikası ise, seçimler nedeniyle ortaya çıkan belirsizlikleri ortadan kaldırmaya yönelik olarak uygulanmıştır.

1995 yılı para politikası döviz kurlarını, net uluslararası rezervleri ve NİV hedef olarak alan bir perspektifi benimsemiş ve yılın ilk on ayında uygulanmıştır. 1995 yılı modern merkez bankacılığı açısından dolaylı para politikası araçlarının uygulanmaya başlanması açısından önemli bir yıl olmuştur. Kur politikası açısından değerlendirildiğinde 1999 yılına kadar olan süreci etkileyecek bir uygulamanın başlangıcını oluşturması açısından önem arz etmektedir. Yılın başında IMF ile yapılan Stand-by anlaşması çerçevesinde 1,5 Alman markı + 1 ABD doları olarak tanımlanan kur sepetinin tahmin edilen enflasyon oranında artırılması hedeflenmiştir. Yani 1995-99 döneminde “ gerçekçi kur politikası” uygulaması bağlamında reel kurlar hedeflenmiştir. Bu dönemde mevduat için zorunlu karşılık oranları 31 Mart tarihine

kadar olanlar için % 16 dan 17'ye, 31 Mart sonrası dönem için de % 8'den 9' a yükseltilmiştir.

1996 yılında uygulanan para politikasının temelini finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve korunmasına yönelik uygulamalar oluşturmuştur. Bu yıl para otoritesi rezerv paranın kontrol edilmesini ve döviz kurlarındaki hareketlerin izlenmesi amaçlanmıştır. Merkez bankasının istikrar hedefi, piyasalarda oluşacak kısa süreli ve hızlı fiyat değişikliklerinin önlenmesi ve piyasalardaki belirsizliklerin azaltılması şeklinde iki noktada toplanabilir.<sup>152</sup> 1996 yılı para programı merkez bankası iç varlık artışını sınırlamayı ve dış varlık artışı karşılığı TL yükümlülük yaratmayı öngörmüştür. Merkez bankası gerek döviz gerek TL piyasalarındaki fiyatların, ekonominin genel dengeleri ile uyum içinde gerçekleşmesini gözeterek, kısa dönemde meydana gelebilecek hızlı fiyat oynaklıklarını engellemeyi amaçlamıştır. Hazineye açılan kısa vadeli avans miktarı sınırlandırılmış ve 1996 yılında kısa vadeli avans imkanı dışında hiçbir kamu kuruluşuna Merkez Bankası kaynaklı kredi kullanılmamıştır. Dolayısıyla iç varlık artışı kontrol içinde düşük oranda gerçekleşmiştir. 1996 yılında API çerçevesinde repo işlemleri genelde ihale yöntemiyle gerçekleştirilmiş ve faizlerdeki aşırı oynaklıkları önlemek için İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Repo-Ters Repo pazarında işlem gerçekleştirilmiştir.

1997 yılı para politikası uygulaması 1996 yılındakine benzer şekilde yürütülmüş, finansal piyasalarda istikrar ana hedef olurken kur politikası enflasyon öngörülerine uygun olarak şekillendirilmiştir. Hem 1996 hem de 1997 yılında para otoritesi, para politikasının amacını yukarıda belirtildiği gibi ifade ederken bunun arkasındaki uygulamaları ( hedef parasal büyüklükler vs...) kamuoyuna açıklamamıştır. Bu dönemde gözetilen temel parasal büyüklük rezerv para olmuştur. Türkiye'de bütçe açıklarının iç borçlanmayla finansmanı iç borç stokunu artırmış bu stoğun yüksel faizli iç borçlarla finanse edilmesi gereği merkez bankasının rezerv para üzerindeki kontrolünü sınırlandırmıştır. Bu yılda uygulanan istikrar politikasının unsurları iki başlık altında toplanabilir. Birincisi, Türk lirası ve döviz piyasalarında ortaya çıkacak geniş çaplı oynaklıkları önlemek; ikincisi ise piyasalardaki belirsizliklerinin

<sup>152</sup> Gazi Erçel, " 1998 Yılı Para Politikası Uygulaması", **TCMB Basın Toplantısı**, Ankara, 1998, Erişim: 16.04.2007, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/p98matb.html>.

azaltılmasıdır. Aynı dönemde merkez bankası rezerv para artışını kaynağının kompozisyonunu değiştirmeye çalışmış ve rezerv paradaki artışın kaynağının net dış varlıklardaki artış olması istenmiştir.

1998 yılının para politikası uygulamasına bakıldığında ise yine amacın 1996 ve 1997 yıllarındaki gibi hem enflasyon oranını düşürmeyi hem de mali piyasalarda istikrarı hedeflemiştir. Bu amaçla üçer aylık ve altışar aylık dönemler itibariyle rezerv para büyüklüğünü hedefleyen bir para programı kamuoyuna açıklanmıştır. 1998 yılının ilk üç ayında açıklanan para programında belirlenen hedefe göre rezerv paranın Mart ayı sonunda, Aralık 1997 tarihine göre % 18 - % 20 aralığında büyümesi öngörülmüştür. Büyümenin kaynağının dış varlık artışı olması istenmiştir. Gerçekleşme ise 31 Mart 1998 tarihi itibariyle % 17,3 olarak gerçekleşmiş ve hedefin altında kalmıştır ve artışın kaynağı dış varlıklar olmuştur. İkinci üç aylık para programı ise birinci üç aylık programa benzemektedir. Bu dönemde rezerv para artış oranı % 14 – 16 bandında gerçekleşmesi hedeflenmiştir ve artışın kaynağının yine dış varlık artışı olması istenmiştir. 30 Haziran 1998 itibariyle gerçekleşmelere baktığımızda mart ayı sonuna göre artış % 13,1 oranında gerçekleşerek hedefin altında kalmıştır. Artışın kaynağı yine dış varlıklar olmuştur.

Birinci altı aylık dönemde koyulan hedeflere ulaşılması programın başarısı için cesaret verici olmuş ve ikinci altı aylık dönem için 26 Haziran 1998 tarihinde IMF ile “Yakın İzleme Anlaşması” imzalanmış ve daha önce hedef büyüklük olan rezerv paradan vazgeçilerek yerine Net İç Varlıklar hedef büyüklük olarak seçilmiştir. Ancak 1998 yılının ikinci yarısında yaşanan uluslararası krizler ( Rusya) ile birlikte hedeflerde revizyona gidilmiştir. Bu değişikliğin nedeni ise, enflasyonun düşül trendine girmesi sonucu TL talebinde tahmin edilemeyecek kayma olasılıklarıdır.<sup>153</sup> NİV hedefi temmuz ayında açıklanan programda eksi 1,514 trilyon olarak belirlenmişti. Fakat Ağustosun ikinci yarısında ortaya çıkan Rusya krizi ülkeden sermaye çıkışına neden olmuş ve hazinenin fon ihtiyacını yurtiçi piyasalardan karşılamak zorunda kalması TL’ye olan talebi arttırmıştır. Dolayısı ile NİV hedefi Ekim ayında revize edilerek yıl sonu için 700

---

<sup>153</sup> Önder, a.g.t., s. 212.

trilyon TL olarak açıklanmıştır. Merkez bankasının 1998 yılı kur politikası ise enflasyon hedefi ile uyumlu biçimde yürütülmeye çalışılmıştır.

1999 yılının ilk aylarında para politikası, 1998 yılı benzeri, enflasyonu kontrol altına almaya ve mali piyasalarda istikrarı sağlamaya çalışmıştır. Seçim sonrası belirsizliklerin azalması ile birlikte de 1999 yılı sonunda IMF ile bir Stand-by anlaşması imzalanmıştır. Anlaşma çerçevesinde, enflasyonun 2002 yılı sonunda tek haneli rakamlara indirgenmesi hedeflenmiş ve tüm politikaların bu hedeflerle uyumlaştırılması esası benimsenmiştir. Bu çerçevede, enflasyon hedefi ile uyumlu bir kur artışı benimsenmiş ve 1 Dolar + 0.77 €' dan oluşan kur sepetinin günlük değeri bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde açıklanmıştır. 18 aylık bir sürenin sonunda ise kurun yine 18 aylık bir süreyi kapsayan dönemde giderek genişleyen bir bant içerisinde hareket etmesi öngörülmüştür. Parasal kontrolü sağlamak için de Net İç Varlıklar ve Net Uluslar arası Rezervlere ( taban) sınırlar konmuştur. 1999 yılında TCMB bankalararası para piyasasında iki yeni uygulama başlatmıştır. Birincisi, bankacılık sisteminde gün içinde oluşan acil fon taleplerinin karşılanabilmesi için 5 Temmuz 1999 tarihinde Gün İçi Limit ( GİL) uygulamasını başlatmıştır. İkincisi, vadeli işlemlere derinlik ve süreklilik kazandırılması amacıyla, BPP işlemleri için tahsis edilen borç alabilme limitleri dışında 11 Ağustos 1999 tarihinden itibaren Vadeli İşlem Limiti ( VİL) tahsis edilmiştir. Ayrıca TÜFE enflasyonu 1998 yılına göre 0,9 puan düşüşle % 68.8 ve TEFE'de 8.6 puanlık bir artışla % 62,9 olarak gerçekleşmiştir.

1995-1999 dönemini para politikalarının amaç, araç ve strateji tercihleri açısından özetlemek gerekirse kısaca şu gelişmelerin gerçekleştiğini görmekteyiz. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrası uygulamaya konulan 5 Nisan Kararlarında para politikası amaç değişkeni olarak enflasyon hedefi seçilmiş, döviz istikrarına dayanan bir program benimsenmiştir. 1995 programı 1994 ile benzerlikler göstermiş ve 1996-1999 yılları arasında ise finansal piyasalarda istikrar amacı ön plana çıkmıştır. Bu amaçlara ulaşmak için ise daha çok açık piyasa işlemlerine başvurulmuş ve uluslararası rezerv artışının sterilizasyonu hedef haline getirilmiştir. Strateji tercihleri açısından ise, 1995 yılında yapılan IMF ile yapılan stand-by anlaşması gereği enflasyonla mücadele konusunda döviz kurları nominal çapa olarak kullanılmaya devam edilmiştir. Kur

politikasının kredibilitesini arttırmak için dış varlık artışına önem verilmeye başlanmış, ve oluşacak baskıyı önlemek için ise iç varlık artışına sınırlama getirilmiştir. TCMB 1996 yılında bilanço büyüklüklerini ve merkez bankası parasını çapa olarak kullanmaktan vazgeçmiş, 1996, 1997 ve 1998 yılı para programlarında rezerv paranın kontrol edilmesi hedeflenmiştir. 1999 yılında ise IMF ile yapılan görüşmeler sonucu 2000-2002 arası dönemi kapsayacak yeni bir para programı hazırlanmıştır.

#### **4.3.3. 2000 Enflasyonu Düşürme Programı ve Sonrası Dönem**

Bu bölümde öncelikle 2000 Enflasyonu Düşürme Programı yapısal olarak analiz edilecek ve süreç itibariyle 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri kısaca ele alındıktan sonra 2001 yılında yürürlüğe koyulan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının temel özellikleri para politikaları bağlamında ele alınıp, 2001 sonrası süreç ( 2001-2007) de uygulanan para politikaları da amaç, araç ve strateji tercihleri açısından kısaca ele alınıp açıklamalar tamamlanacaktır.

##### **4.3.3.1. 2000 Enflasyonu Düşürme Programı**

1999 yılının seçim yılı olması para politikasının belirlenmesinde etkili olmuştur. 1999 yılı haziran ayında IMF ile yapılan görüşmeler sonucu Yakın İzleme Anlaşması mali destekli bir Stand-by anlaşması ile sonuçlandırılmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda, 2000 – 2002 dönemini kapsayan bir enflasyonu düşürme programı yürürlüğe konulmuştur. Programın temel amaçlarını maddeler halinde şöyle sıralayabiliriz,

- Tüketici enflasyonunu 2000 yılı sonunda % 25'e, 2001 yılı sonunda % 12'ye ve 2002 yılında ise % 7 seviyesine düşürmeyi,
- Reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmeyi,
- Ekonominin büyüme potansiyelini arttırmayı,
- Ekonomik kaynakların daha adil ve etkin dağılımını sağlamayı hedeflemektedir.

Yukarıda sayılan amaçları gerçekleştirmek için uygulamaya koyulan programın üç temel unsur üzerine inşa edilmiştir<sup>154</sup>. Bunlar,

- i. Sıkı maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın arttırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması,
- ii. Enflasyon hedefiyle uyumlu bir gelirler politikası,
- iii. Enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve faiz politikasıdır. Amaç ekonomik aktörlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmaktır.

Bu program içeriğine bakıldığında bazı yapısal kararlarında alındığını görmekteyiz. Programda enflasyon hedefini desteklemek amacıyla tarım reformu, sosyal güvenlik reformu, sağlıklı bankacılık sistemi, kamu maliyesinde şeffaflık gibi birtakım yapısal önlemlerde alınmak istenmiştir. Bu çevrede uygulanacak para ve kur politikalarının ana unsurlarının ise şu şekilde olması kararlaştırılmıştır.

- ✓ 1 \$ + 0.77 € ‘dan oluşan kur sepetinin değeri 1 Ocak tarihinden itibaren 1 yıllık süreyi kapsayacak şekilde günlük olarak açıklanmıştır. Bu bağlamda merkez bankası kur artış oranını yıl sonu itibariyle % 20 olarak belirlemiştir.
- ✓ Program sürecinde iki döneme ayrılmış kur rejiminin uygulanması kararlaştırılmıştır. İlk 18 aylık dönemde ( Ocak 2000- Haziran 2001) uygulanacak olan döviz kuru politikası, enflasyon hedefine yönelik günlük kur sepeti, ikinci 18 aylık dönemde ( Temmuz 2001- Aralık 2002) ise, kademeli olarak genişleyen bant çerçevesinde yürütülecektir. 1 Temmuz 2001 de uygulanacak bandın toplam genişliği 31 Aralık 2001’de % 7,5’e, 30 Haziran 2002’de % 15’e ve 31 Aralık 2002’de ise % 22,5’e yükseltilecektir. Bu uygulama sonrasında döviz kurunun belirlenmesinin tekrar piyasalara bırakılacağı duyurulmuştur,

---

<sup>154</sup> Gazi Erçel, 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması, TCMB, 1999, Erişim: 12.03.2007, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog2/baskanmat5y.html>

- ✓ Kur politikasını desteklemek amacıyla para tabanının değişimi sadece net dış varlık girişine bağlanmıştır. Dolayısı ile net i varlık kalemine üst limit konulmuş ve likidite sıkışıklığını gidermek içinde zorunlu karşılık oranları dūřürölmüřtür. Bu bağlamda 1999 yılı sonunda başlanarak her üç ayın sonu itibariyle bu büyüklöklere ilişkin veriler performans kriteri olarak değerlendirilecektir. Buna göre NİV kaleminin +,- % 5'lik bir bant içerisinde dalgalanmasına izin verilecektir. Ayrıca NUR içinde amaçlanan bir taban miktarı belirlenmiştir,
- ✓ Yeni program çerçevesinde merkez bankası bankalararası para piyasasında taraf olduğu işlemleri kademeli olarak azaltmaya yönelik bir strateji izleyecektir.

Peki yukarıda sayılan hedeflere ulaşılmaya çalışılırken ne gibi sorunlarla karşılaşılmıştır. Şimdi de karşılaşılan bu sorunları maddeler halinde sunalım,

- Faizlerdeki hızlı dūřüřle birlikte i talep hızlı biçimde artmıştır,
- Enflasyon program öngörülerinin üzerinde kalmıştır,
- Cari işlemler bilançosu tarihi düzeyde açık vermiştir,
- Kamu bankalarında istenilen düzenlemeler yapılamamıştır,
- Hedeflenen özelleştirme uygulamaları gerçekleştirilememiştir,
- Dışsal řok olarak petrol fiyatları % 64'lük artış göstermiş, €/ \$ paritesi 0.94 düzeyine dūřmüř ve dış ticaretimiz olumsuz etkilenmiştir ve meydana gelen Arjantin krizi GOÜ üzerinde belirsizliklerin artmasına neden olarak piyasadan ekiliřlere neden olmuştur.

#### **4.3.3.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri**

1998 yılının ikinci yarısından itibaren düzelme eğilimi gösteren ekonomi bankaların içine dūřtüęü likidite krizi sebebiyle tekrar daralma eğilimine girmiştir. Bankalar Ekim 2000 ayının sonlarına doğru yıl sonu hesapları ile açık pozisyonlarını kapatma eğilimine girmişlerdi. Dolayısıyla likidite gereksinimlerinin artması sonucu



faiz oranları bir miktar yükseldi. Ama bu yükseliş olağan bir gelişmeydi. Dolayısıyla kasım 2000'e kadar piyasalarda herhangi bir kriz belirtisi oluşmamıştı. Aynı dönemde bankacılık kesimine yönelik düzenlemeler birden hız kazanmıştır. Bu gelişme bankaları açık pozisyonlarını kapatma yolunda daha hızlı hareket etmesine neden olmuş ve döviz alabilmek için daha fazla likidite talebi oluşmaya başlamıştır. Bu durum faizlerin hızlı biçimde tekrar yükselmesine neden olmuştur. Bu yükseliş bazı bankaların sıkıntı içerisine girmesine neden oldu ve bankalar ellerindeki hazine kağıtlarını fonlamak zorunda kaldıkları için büyük kayıplarla karşılaşmaya başladılar. İşte mali yapıları kötüleşen bu bankacılık ortamında bazı bankaların TMSF kapsamına alınacağı haberi bankaların arasındaki likidite kanallarının kapanmasına neden oldu. Bu durum likiditeye ihtiyaç duyan bankaları daha yüksek faizle fon bulmaya zorlamış ve merkez bankasının uyguladığı para kurulu politikası gereği piyasaları fonlayamaması likidite krizini derinleştirmiş ve yabancı yatırımcılarında bu belirsizlik ortamında döviz taleplerini arttırmaları ellerindeki hazine kağıtlarını hızla satarak hızla yurt dışına çıkmalarına neden olmuş ve 22 Kasım Likidite krizi tamamlanmıştır. Durumun önüne geçmek için, uyguladığı politikada bir süre direten merkez bankası en sonunda APİ yoluyla piyasaya likidite sunmak zorunda kalmış ve NİV politikası terk edilmiştir.

Alınan önlemler ve IMF ile yapılan anlaşma sonucu Türkiye ekonomisi aralık ayının sonlarına doğru kriz ortamından çıkmaya başlamıştır. Bu bağlamda bankaların döviz rezervi artmış ve faizler kriz zamanına göre önemli derecede düşüş göstermiştir. Ancak yinede faizlerin kriz öncesi döneme göre yüksek seviyede seyretmesi borçlanma ihtiyacı duyan kamu bankalarıyla, portföyünün çoğunluğu DİBS' den oluşan TMSF kapsamındaki bankaların mali yapılarını daha da bozmuştur. İşte tam bu gelişmeler yaşanırken 19 Ocak 2001 pazartesi günü Milli Güvenlik Kurulu toplantısında yaşanan siyasi kriz TL'ye karşı atakları ciddi boyutlarda artırmış, borsa düşmüş, faiz ve döviz fırlamıştır. Bu ortamda gecelik faizler % 5000-7500 gibi oranlara çıkmış, hazine borçlanma faizleri % 144 düzeylerine yükselmiş ve İMKB'de çok set bir düşüş yaşanmıştır. Dolayısıyla böyle bir durumda ekonomik programı uygulama imkanı kalmamış ve 21 Şubat 2001 tarihinde dalgalı kur rejimine geçilmiş ve dolayısıyla 1 \$=685.000'den 1\$= 1.270.000 TL'ye yükselmiştir.

#### 4.3.3.3. 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

2001 yılı Şubat krizi sonrasında IMF ile daha önce imzalanmış olan stand-by anlaşmasının değişen koşullar altında yeniden şekillendirilerek devamına karar verilmiş ve tüm ekonomiyi kapsayan “ Güçlü Ekonomiye Geçiş” adı altında yeni bir program uygulanmaya konmuştur. Program çerçevesinde, geçiş dönemi olarak adlandırılan bir süre içerisinde, para politikasının amacının piyasalarda istikrarı sağlamak olacağı, dolayısıyla para politikasının da bunun gereklerini yerine getirmek üzere şekillendirileceği ifade edilmiştir. (Bu amaçla merkez bankası kanununda önemli değişiklikler yapılmıştır.) Bu çerçevede, mevcut programın geçmiş programlardan temel farkı para politikasının serbest dalgalı kur rejimi altında uygulanıyor olmasıdır. Serbest dalgalı kur uygulaması ile birlikte döviz kurunun nominal çapa işlevini kaybetmesi sonrasında, Merkez Bankası Bilançosunda ki, emisyon, münzam karşılıklar ve serbest tevdiat hesaplarının toplamından oluşan ve parasal taban olarak adlandırılan büyüklük, program uygulaması çerçevesinde, geçici olarak nominal çapa işlevini üstlenmiştir. Bu amaçla parasal taban büyüklüğüne dönemler itibariyle gösterge niteliğinde üst sınırlar konmuş, ancak bu sınırların dönem dönem gözden geçirilebileceği ifade edilmiştir.

Programla birlikte, Net İç Varlıklara ve Net Uluslar arası Rezervlerdeki değişime, performans kriteri olarak kullanılacak alt ve üst sınırlar getirilmiştir. Bu çerçevede, ayrıntıları kamuoyuna açıklanan nedenlerle Net İç Varlıklarda program dönemi boyunca ortaya çıkmasına izin verilen artışın, parasal genişlemeye yol açmaması için döviz satışları ile piyasadan çekilmesine de imkan sağlanmıştır. Merkez bankası kur politikasına yönelik olarak ise döviz kurunun piyasa koşulları altında belirlenmesi esasını kabul etmiştir.

1999-2001 dönemi uygulanan para politikalarını amaç, araç ve strateji tercihleri açısından özetlediğimizde şu noktalar dikkat çekmektedir. 2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı ulusal mal ve finans piyasalarında belirsizliği azaltmayı ve enflasyonu düşürmeyi hedeflemiştir. Kasım ve Şubat krizleri sonrası yürürlüğe giren Güçlü Ekonomiye Geçiş Programında ise para otoritesinin temel amacı, kısa vadede mali piyasalarda istikrarı sağlamak ve orta vadede ise fiyat istikrarını gerçekleştirmektir. Bu amaçla 25 Nisan 2001 tarihinde merkez bankası kanununda yapılan değişiklikle

bankanın temel görevinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu belirtilmiştir. Bu dönemde merkez bankası tarafından İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Repo-Ters Repo Pazarı'nda açık piyasa işlemleri aracılığıyla likidite dengeleme işlevi yerine getirilmiştir. Ayrıca 2001 tarihinde yapılan düzenlemelerle enflasyonun düşürülmesi amacıyla yönelik olarak TCMB'nin araç bağımsızlığı yasa ile güvence altına alınmıştır ve bu bağlamda kısa vadeli faiz oranları operasyonel para politikası aracı olarak belirlenmiştir. Strateji tercihleri açısından bakıldığında ise 2001 yılında döviz çapası uygulamasından vazgeçildiğini ve kurların dalgalanmaya bırakıldığını görmekteyiz. Güçlü Ekonomiye Geçiş programı ile birlikte 2000 yılı öncesinde olduğu gibi parasal büyüklükler hedeflenerek enflasyon oranı düşürülmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda para tabanı hedefi de belirlenerek nominal çapa işlevini 2001 yılında sürdürmüştür. Amaç, önce örtük enflasyon hedeflemesi ile enflasyon oranını tek haneli rakamlara indirmek ve daha sonrada doğrudan enflasyon hedeflemesi rejimine geçerek fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiştir.

#### **4.3.3.4. 2002-2006 Dönemi Para Politikası Uygulamaları**

Bu bölümde 2002-2007 dönemi para politikaları ana hatlarıyla ele alınacaktır. Özellikle 2002 para programı, para politikasının operasyonel çerçevesinde yapılan yapısal değişikliklerin diğer yılların para politikası uygulamalarının temelini oluşturması bakımından biraz daha geniş bir şekilde ele alınacak ve bölüm sonunda 1980 sonrası dönemde uygulanan para politikaları amaç, araç ve strateji tercihleri bağlamında özetlenerek açıklamalar bitirilecektir.

2002 yılı para programında oldukça iddialı ekonomik hedefler yer almıştır. Enflasyon hedefi % 35, faiz dışı bütçe fazlası hedefi GSMH'nin % 6,5'i olarak belirlenmiş ve büyüme hedefi ise % 3 olarak öngörülmüştür. Kamuoyuna 2 Ocak 2002 tarihi itibarıyla duyurulan para ve kur politikasında bütçe disiplini, bankacılık reformları, sürdürülebilir büyümenin altyapısını oluşturma, iktisadi reformların düzenli yapılacağı gibi öncelikli amaçlar yer almıştır. Bu dönem programında geleceğe dönük belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek amacıyla 2002 yılında iki tür nominal çapa kullanılabileceği belirtilmiştir. Bunlar parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesidir. Bu bağlamda 2002 yılına parasal hedefleme stratejisi ile başlanacağı ve

“ gelecek dönem enflasyonu” na odaklanan bir para politikası uygulaması ile devam edileceği belirtilmiştir. Bu aynı zamanda “örtük bir enflasyon hedeflemesi” anlamına gelmektedir. Koşullar oluştuğunda ise, ki 2006 yılında oluşmuştur, açık enflasyon hedeflemesine geçileceği belirtilmiştir. Peki neden enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş ertelenmek istenmiştir? Çünkü, geçmişe dayalı fiyatlama alışkanlığı ve döviz kuru – fiyat geçişkenliğinin oldukça yüksek olması gibi nedenler bu rejime geçilmesini bir süre geciktirmiştir.

2002 para programında hedeflenen parasal büyüklük “ para tabanı” olarak belirlenmiş ve 2002 yılında nominal milli gelir büyüme hızı kadar artması hedeflenmiştir. IMF’ye sunulan Niyet Mektubu’nda para tabanı bir performans kriterine dönüştürülmüştür. Bir diğer performans kriteri ise “ net uluslararası rezervler ” dir ve belirtilen sınırların altına inilmeyeceği belirtilmiştir. Ayrıca merkez bankasının ne ölçüde para yarattığını ölçen “ net iç varlıklar ” kalemi de gösterge niteliğinde bir büyüklüğe dönüştürülmüştür. Bu çerçevede dalgalı kur rejimi altında asıl politika aracı kısa vadeli faiz oranları olarak belirlenmiş ve sadece fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda aktif olarak kullanılacağı belirtilmişti. Sıkı maliye ve para politikalarının tutarlı bir şekilde uygulanması ile yapısal reformların kesintisiz devamı ekonomi politikasına olan güveni arttırmış ve haziran ayı başında bir anlamda merkez bankasının kredibilitésinin ölçüsü olan yıl sonu enflasyon bekleyişi ile yıl sonu enflasyon hedefi arasındaki fark yıl başındaki 13 puan düzeyinden (eksi), 0,6 puan düzeyine düşmüştür. Diğer taraftan bekleyişlerdeki iyileşmeye paralel olarak reel faizler % 15 düzeyine düşmüştür. Ayrıca gecelik borçlanma faiz oranları 6 kez indirilerek % 59’dan % 44’e düşmüştür.

Merkez bankası bankalararası para piyasasının da (BPP) 16:00-16:30 saatleri arasında “ borç veren son merci” fonksiyonu çerçevesinde “ geç likidite penceresi” uygulamasına başlayacağını belirtmiştir. Bu yolla merkez bankası teminat karşılığında bankaları limitsiz olarak fonlayacaktır. Amaç bankacılık sisteminin geneline yayılmış bir likidite sıkışıklığı halinde finansal istikrarsızlığın önüne geçebilmektir. Merkez bankası ayrıca BPP’de ve döviz efektif piyasasında (DEP) üstlendiği aracılık görevine 2002’de tedricen son verecektir. BPP’de geri çekilme işlemi 1 Temmuz 2002’de

başlayacak ve 2 Aralık 2002 itibariyle son bulacaktır. Merkez bankası ayrıca 10:00-16:00 saatleri arasında Reuters sistemindeki CBTC sayfasında likidite sterilizasyonu amaçlı olarak alış kotasyonu ve bankalara limitleri çerçevesinde likidite sağlamak amaçlı olarak da satış kotasyonunu ilan etmeye devam edecektir. Gün İçi Limit (GİL) uygulamasında herhangi bir değişiklik yapılmayacak, bankalar belirlenen limitler dahilinde, mevcut uygulamada olduğu gibi GİL imkanı 09:00-15:00 saatleri arasında kullanılabilir<sup>155</sup>.

Merkez bankası, 2003 yılında da temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını fiyat istikrarını temel amacı çerçevesinde kullanacaktır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesine geçilene kadar başarısı 2002 yılında görülen “örtük enflasyon hedeflemesi” ne devam edilecek ve kısa dönemli faiz oranları gelecek dönem enflasyonuna odaklı olarak belirlenecektir. 2002 yılında yaşanan ekonomik başarıya 2003 yılı hedefleri olarak enflasyonda % 20 ve büyümede de % 5 hedefleri konulmuştur. 2003 yılında yıl sonu bekleyişleri ile hedeflene enflasyon arasındaki fark 13 puandan 5 puana düşmüştür. Bu, uygulanan programa güvenin arttığının bir göstergesidir. Dolayısıyla para politikasının operasyonel yapısında 2002 yılına göre önemli değişiklikler olmayacaktır. Likidite yönetimine bakıldığında ise, piyasada oluşacak fazla likidite BPP’ndaki TL Depo İşlemleri ve APİ çerçevesinde İMKB Repo-Ters Repo Pazarı’nda gerçekleştirilen ters repo işlemleri ile çekilmeye devam edilecektir. 2003 yılında da likidite yönetiminde 2002 yılındaki uygulamalara ( GİL, Borç Veren Son Mercii...vb) devam edilmiştir. Uygulanan 2003 para programı sonucu enflasyondaki düşüşün arkasındaki temel sebepler<sup>156</sup>,

- Piyasalarda görece istikrar ve TL’nin değer kazanması,
- Verimlilik artışları ve reel ücretlerin seyri sonucunda maliyetlerdeki iyileşme,
- Gıda ve tarım ürünleri fiyatlarında yavaşlama,

<sup>155</sup> TCMB Yıllık Rapor, 2002, Ankara, 2003.

<sup>156</sup> TCMB Yıllık Rapor, 2003, Ankara, 2004.

- Kamu kesiminde enflasyon hedefiyle uyumlu fiyatlama ve gelirler politikası,
- İç talep baskısının olmayışı ve artan rekabet ortamı,
- Üretici ve tüketici davranışlarının değişmeye başlaması olarak sıralanabilir.

Sonuç olarak, 2002 ve 2003 yılları uygulanan hedefle tutarlı para ve maliye politikaları sonucu enflasyonla mücadelenin bir hayal olmadığı en güzel kanıtıdır.

2004 yılında da dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesine devam edilmiştir. 2004 yılında enflasyon hedefi % 12 olarak belirlenmiştir. 2004 yılına girilirken enflasyon hedefleri ile bekleyişleri arasındaki fark 1,9 puana düşmüştür. Bu bağlamda enflasyonun düşürülmesi temel amaç olarak korunmuş ve yine kısa vadeli faiz oranları temel politika aracı olarak benimsenmiştir. Bu yıl özellikle kamu sektöründe verimliliğin ve bütçe faiz dışı fazlasının kalitesinin artırılmasına yönelik reformların devamı, borç dinamiklerine ilişkin yaratacağı olumlu etki kanalıyla, risk primindeki dalgalanmaları azaltarak temel politika aracının etkinliğini arttıracaktır. Enflasyon hedefine ulaşmak için finansal piyasaların istikrarını ve gelişmesini fiyat istikrarına ilişkin politikaların etkin yürütülmesi için destekleyici olarak görmüştür. 2004 yılında da likidite yönetimi ve kur politikasında 2002 yılına göre operasyonel yapıda önemli bir değişiklik yapılmamıştır<sup>157</sup>.

2005 yılı para politikası bir geçiş programı özelliği taşıması itibariyle önemlidir. Geçiş dönemi olan 2005 yılında da para tabanı ve NUR performnas kriteri, NİV ise gösterge niteliğinde hedef olarak izlenmeye devam edilecektir. Bu yılda yine fiyat istikrarı temel hedefi çerçevesinde kısa vadeli faiz oranları temel politika aracı olarak kullanılmıştır. Merkez bankası likidite yönetimi açısından da 2002 yılı operasyonel yapı değişiklikleri korunacaktır. Bu uygulamalara ek olarak merkez bankası likidite yönetimini asıl olarak 1 haftalık repo ihaleleri ile gerçekleştirmeye başlayacaktır. Gün içinde likiditenin öngörülemez nedenlerle aşırı azalması halinde

---

<sup>157</sup> TCMB Yıllık Rapor, 2004, Ankara, 2004.

saat 11:00 de gerçekleştirilen repo ihalesine ek olarak daha sonra “ Gün İçi Repo” ihalesi de açabileceği belirtilmiştir.

2006 yılı para politikası açısından örtük enflasyon hedeflemesinin tamamlanıp “ açık enflasyon hedeflemesi ”ne geçildiği yıl olmuştur. Merkez bankası 2000 yılından bu yana sürdürdüğü geçiş dönemi çalışmalarında Türkiye'nin son otuz yılda gösterdiği en yüksek ekonomik performansı yakalamış ve fiyat istikrarını sürekli kılmak yönünde ilk adım olan enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için n şartları sağlamıştır. Bu bağlamda merkez bankası 2006 yılından itibaren 3 yıllık bütçe tahminlerinde yayınlanmaya başlamasıyla tutarlı olarak ekonomik birimlerin gelecek ufkunu netleştirmek ve bekleyişleri olgunlaştırmak için üç yıllık enflasyon tahminleri yayınlama kararı almıştır. Bu tahminler 2006, 2007 ve 2008 için sırasıyla % 5, % 4, % 4 olarak belirlenmiştir. Görüldüğü üzere hedefler nokta hedef özelliği taşımaktadır ve nokta hedefler etrafında +,- 2 puan marj değerler koymuş ve bu hedefin dışına çıkılması durumunda kamuoyuna hesap verileceği belirtilmiştir. 2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte “ IMF programı şartlılığı” kapsamında, NUR performans kriteri olmayı sürdürecek ancak para tabanı performans kriterinin ve NİV gösterge hedefinin yerini “ enflasyon gözden geçirme kriterleri ” almıştır. Rejim değişikliğiyle beraber merkez bankasının temel iletişim aracı artık para politikası raporu yerine üç ayda bir yayınlanacak olan “ Enflasyon Raporu” olacaktır. Ayrıca, basın toplantıları, teknik raporlar, çalışma tebliğleri, aylık fiyat gelişmeleri raporu gibi araçlarla iletişim politikası desteklenecektir. Merkez bankası para politikası kurulu (PPK) artık “ tavsiye veren ” konumdan “ karar alıcı ” konuma geçecektir. Yeni dönemde toplantılar saat 14:00-17:00 arasında iki aşamalı olarak yapılacaktır. İlşk aşamaya merkez bankası ve hazine uzmanları katılarak cari konular tartışmaya aılacak ve ikinci toplantı da (aynı gün) ise PPK kurulu yeleri gerekçeli bir şekilde oylama usulüyle karar alacaklar ve karar 17:00-19:00 saatleri arasında kamuoyuna açıklanacaktır. Yine 2006 yılında kur müdahaleye konu olmaksızın piyasa tarafından belirlenecektir<sup>158</sup>.

---

<sup>158</sup> TCMB 2006 Yılı Para Programı, Ankara, Aralık, 2005.

1980-2006 dönemi para politikalarını amaç, araç ve strateji tercihleri açısından özetlemek gerekirse şu gerçekler karşımıza çıkmaktadır. 1980'li yıllarda uygulanan para politikası uygulamalarında fiyat istikrarı başta olmak üzere, ödemeler dengesi ve ekonomik büyüme amaçları ön plana çıkmıştır. 32 sayılı kararlarla birlikte amaç önceliği değişmiş ve 1990'lı yıllar süresince finansal istikrar önem kazanmıştır. 1990'lı yılların sonuna doğru yaşanan şiddetli ekonomik daralmalar para politikasında köklü değişikliklere gidilmesine neden olmuş ve 2001 yılında yayınlanan 1211 sayılı merkez bankası kanunu ile birlikte temel hedef yine fiyat istikrarı olmuştur.

Araç tercihleri açısından bakılırsa 1980 öncesi kapalı ekonomi döneminde dolaysız para politikası araçları ön plana çıkarırken, 1980-1990 yılları arası dönemde dolaysız araçlardan dolayı araçlara geçiş süreci yaşanmış ve 1990 sonrası dönemde ise APİ gibi dolaylı para politikası ön plana çıkarırken kısa vadeli faiz oranları temel politika aracı olarak kullanılmıştır ve içinde bulunduğumuz 2007 yılında da hala kullanılmaktadır.

Strateji tercihleri açısından bakıldığında ise finansal serbestleşme sonrası dönemde para politikasının kontrolü, doğrudan yöntemlerden dolayı yöntemlere kaymış ve hedef stratejiler uygulanmaya başlanmıştır. Merkez bankası 1989-2000 yılları arasında merkez bankası bilanço büyüklükleri ile faizler genel düzeyini ve diğer birçok değişkeni etkilemeye başlamıştır. Aynı dönemde kur çapası ve parasal hedeflerde benimsenmiş ve enflasyon kontrol edilmeye çalışılmış ve fakat 1990'lı yılların sonunda yaşanan derin makro ekonomik yapısal dengesizlikler sonucu para politikasının operasyonel çerçevesinde çok önemli değişikliklere gidilmiştir. Bu bağlam da 2002 yılında başlanan örtük enflasyon hedeflemesine 2006 yılına kadar devam edilmiş ve 2006 yılı itibariyle de gerekli şartların oluştuğu düşünülerek enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir.



## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASININ ETKİNLİĞİNE YÖNELİK EKONOMETRİK BİR UYGULAMA

Bu bölümde yukarıda anlatılan teorik ilk üç bölümün ışığında Türkiye’de para politikasının etkinliğine yönelik ampirik bir uygulama yapılacak ve elde edilen sonuçlar ışığında değerlendirmeler yapılacaktır. Bu bölüm dört alt bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm, giriş niteliğinde olup uygulamanın teorik özeti kısaca açıklanacaktır. İkinci bölümde, çalışmayla ilgili literatür taraması okuyucuya sunulacaktır. Üçüncü bölümde ise, uygulamada kullanılacak model, veri seti ve yöntem tanıtılıp son alt bölümde ise analiz sonuçları değerlendirilerek dördüncü bölüm tamamlanacaktır.

#### 4.1. Giriş

Günümüz çağdaş merkez bankacılığının temel hedefinin ne olduğunu açıklamadan önce geçtiğimiz yüzyılda uygulanan para politikalarının genel karakteristikleri ve hedefleri üzerinde durmak yararlı olacaktır.

İlk küreselleşme hareketinden (1870-1914) sonra 1914-1950’li yıllar arasında para politikalarının temel amacı savaş döneminde ortaya çıkan bütçe açıklarının finansmanı olmuştur. 1945-1971 döneminde ise uygulanan geniş çapta sabit kur sistemlerinin etkisiyle para politikası bağımsız olarak kullanılamamıştır. Bretton woods sisteminin yıkıldığı 1971 sonrası dönemde ise serbestleşen sermaye hareketleri ortamında politika yapıcılar “ sabit kur sistemi, sermaye hareketliliği ve bağımsız para politikası ” gibi amaçlardan sadece ikisini kontrol altında tutarken üçüncü amaç üzerinde kontrolünü yitirmek zorunda kalmıştır.

Para politikasının amacı yıllar içerisinde değişiklik göstermeye devam ederken bu temel amacın ne olması gerektiği konusunda son 20-30 yıldır ekonomistler tarafından yapılan teorik ve ampirik çalışmalar merkez bankalarının temel görevinin “fiyat istikrarı” olması noktasında fikir birliği oluşmuştur. Bu uzlaşmaya yol açan kuramsal gelişmeler, Milton Friedman-Edmund Phelps ve Robert Lucas’ın 1960’lı ve 1970’li yıllarda yapmış oldukları çalışmalardan kaynaklanmaktadır. Bu yazarlar ve

onların daha sonra gelen takipçileri ekonomide uzun dönemde enflasyon ile işsizlik arasında bir değiş-tokuş (trade-off) ilişkisinin olamayacağını göstermişlerdir. Merkez bankalarının fiyat istikrarı amacına odaklanmasına yol açan ampirik gelişme ise, 1970’li yıllarda yaşanan stagflasyon olgusu ve bunun sonucunda Phillips eğrisi analizinin uzun dönemde geçersizliğinin anlaşılması ve 1980’li yıllarda dünya çapında gözlenen fiyatlar genel düzeyi artışları olmuştur. Bütün bu kuramsal ve ampirik deliller neticesinde, para politikasının uzun dönemde hasılayı etkileyemeyeceği ve sadece fiyatları etkileyebileceği sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla da merkez bankalarının, para politikasını sadece ve sadece fiyat istikrarını sağlamak için uygulaması gerektiği görüşü akademik camiada kabul görmüştür.<sup>159</sup> Çalışmamızda bizlerde bu noktadan hareket ederek ve günümüzde de uygulanan para politikalarını dikkate alarak para politikasının etkinlik göstergesini “ fiyat istikrarı” nı temsil eden TÜFE enflasyonu genel düzeyi olarak alacağız. Şimdi de çalışmamızın uygulama kısmını test etmeye ve sonuçlarımızı karşılaştırma imkanı sağlayacak olan literatür çalışmasını ele alalım.

#### **4.2. Literatür Taraması**

Finansal liberalleşme ve para politikasının etkinliğine yönelik uluslararası literatüre bakıldığında bu konuda birçok çalışmanın yapıldığını ancak her çalışmanın kendi özel koşulları içerisinde anlam ifade ettiğini görmekteyiz. Fakat global çapta kabul görmüş çalışma sonuçlarının en önemlilerini kısaca sonuç cümleleri halinde izah etmek gerekirse şunları görmekteyiz. Romer (1993) yaptığı çalışmasında açıklık ile enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Para politikasında ön-tahahhüt olmamasının, verimsiz bir şekilde, yüksek enflasyona neden olacağını savunmaktadır. Daha az açık bir ekonominin, genişlemeyi daha fazla teşvik edeceğini ve dolayısıyla daha yüksek oranlı enflasyonla karşılaşılacağını savunmaktadır. Yani, beklenmeyen parasal genişlemenin yararlarının açıklık derecesi ile negatif ilişkide olduğu biçiminde açıklanabilir. Bu nedenle para otoritelerinin finansal açıklığı para politikası için önemli bir durum değişkeni olarak görmesi halinde, ekonomisi dışı daha açık ülkelerdeki para otoriteleri

---

<sup>159</sup> Güran İbrahim ve Eraslan Cemil, “ **Yeni Ekonominin Para Politikaları Üzerindeki Etkileri**”, Kocaeli Üniversitesi İ.İ.B.F. Ekonomi Bölümü Çalışma Tebliği, Kocaeli, s.4.

para arzını daha az arttırarak daha düşük enflasyon düzeylerine sahip olacaklardır.<sup>160</sup> Dennis (2001) yılında yaptığı çalışmada ulusal paradaki bir değer kaybının enflasyonu yükselteceğini savunmaktadır ve kısaca küçük açık ekonomilerde genişlemenin daha az olduğunu ve dolayısıyla da enflasyonun daha düşük düzeyde olduğunu söylemektedir. Bir başka bakış açısına göre, dışa daha açık bir ekonomide, üretim seviyesindeki değişiklik beklenenden daha az ya da negatif olduğu zaman para arzındaki artışın daha enflasyonist olması beklenir. Çünkü, para arzının çıktığı etkileyebilme ihtimalinin daha açık ekonomilerde daha düşük olduğu varsayılır. Diğer taraftan para arzındaki değişikliklerin enflasyona bağlı etkileri ikama etkisi nedeniyle artar. Bu farkın nedeni, her iki farklı ülkenin toplam arzlarının açıklık seviyesine bağlı olarak farklı tepkiler vermesidir.<sup>161</sup>

Bryant, Henderson, Holtham ve Symansky (1988) yaptıkları ekonometrik çalışmada parasal genişlemenin çıktı ve fiyat seviyesini arttıracaklarını ve parasal daralmaların fiyatlar genel düzeyini düşüreceklerini öngörmektedirler.<sup>162</sup> Papadopoulos (1993) yaptığı çalışmada 1955-1990 yılları arasında Yunanistan için dışa açık ekonomi ortamında para politikasının fiyatlar genel düzeyi ve çıktı üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışmasında, yerli kredi tarafından finanse edilen daraltıcı hükümet politikasının iki yıllık bir gecikmeyle iktisadi durgunluğu arttırdığını ortaya çıkarmıştır.<sup>163</sup> Ateşoğlu ve Dutkowsky (1995) Türkiye’de para, çıktı ve fiyatlar üzerine yaptıkları deneysel çalışmada parasal genişlemenin üretim üzerinde herhangi bir arttırıcı etkisi olmadığını vurgulamışlardır.<sup>164</sup> Karras (1999), 1953-1990 yılları arası 38 ülke için yaptığı panel çalışmasında para politikasının etkinliğinin açıklık ile ilişkili olduğunu ve genişletici para politikasının çıktı düzeyini düşürürken enflasyon oranını arttırdığını göstermiştir.<sup>165</sup> Berument ve Doğan yaptıkları çalışmada açıklığın para politikasının

---

<sup>160</sup> Romer, D. “**Openness and Inflation: Theory and Evidence**”, Quarterly Journal of Economics, 1993, CVIII( November): pp. 869-903.

<sup>161</sup> Dennis, R. “**Monetary Policy and Exchange Rates in Small Open Economies**”, FRBSF Economic Letter, , Issue:16, May, 2001, pp. 1-4.

<sup>162</sup> Bryant, R., Henderson, D., Holtham, G., P., Symansky, S., “**Empirical Macro Economics for Independent Economies**”, Brooking Institution, Wahington D.C., 1988.

<sup>163</sup> Papadopoulos, A.P. “**The Effect of Monetary, Fiscal and Exchange Rate Policies on Output, Prices and the Balance of Payments in the Open Economy of Greece: 1955-90**”, Applied Economics, No:25, 1993, pp.879-890.

<sup>164</sup> Ateşoğlu, H.S and Dutkowsky, D.H. “**Money, Output and Prices in Turkey**”, Applied Economics Letters, No:2, 1995, pp. 38-41.

<sup>165</sup> Karras, G., “**Openness and the Effects of Monetary Policy**”, Journal of International Money and Finance, No: 18, 1999, pp. 13-26.

etkinliği açısından ok önemli bir unsur olduğuna dikkat çekmişler ve açıklık düzeyi arttıka para politikasının hem çıktı üzerinde hem de fiyatlar genel seviyesi üzerinde negatif etkiye sahip olacağını belirtmişlerdir. 1987:1-2001:1 dönemi yaptıkları panel çalışmada kısaca çıktı seviyesi ve fiyatlar genel düzeyinin açıklık derecesiyle negatif ilişkiye sahip olduklarını göstermişlerdir.<sup>166</sup> Bu bulgular Romer'in bulgularıyla çakışmaktadır.

Iacoviello ve Minetti para politikası ile TÜFE arasındaki ilişkiyi araştırdıkları uygulamalı çalışmada ekonominin finansal açıklık düzeyi arttıka para politikasında meydana getirilen şokların ( zellikle faiz şoku) TÜFE zerindeki etkisinin arttığını söylemektedirler.<sup>167</sup> Sutherland<sup>168</sup> (1996) ve Senay<sup>169</sup> ( 2000), para politikasının etkinliğini Mundell-Fleming modeli erecesinde incelemişler ve esnek döviz kuru altında para politikasının etkin olduğu sonucuna varmışlardır. Pierdzioch (2002) yaptığı çalışmasında Marshall-Lerner koşulunun sağlandığı durumda yüksek düzeyde finansal açıklığın, açık bir ekonomide, para politikasının etkinliğini arttıracadığını vurgulamıştır. Eğer farklı ülkelerde üretilen malların ikame esnekliği birim değerı geçiyorsa, o zaman yüksek sermaye hareketliliği para politikasının etkinliğini artırır. Dolayısıyla para politikasının etkinliğinde Marshall-Lerner Koşulunun sağlanması temel kuraldır.<sup>170</sup>

#### 4.3. Araştırma Yöntemi ve Veri Seti

Çalışmamızın bu bölümünde para politikasının etkinliğinin göstergesi olarak ele aldığımız fiyatlar genel düzeyi değerimleri ( enflasyon yada fiyat istikrarı) ile finansal açıklık arasındaki nedensellik araştırılacak ve modele Türkiye'de enflasyonun temel nedeni olduğu dşnlen reel faiz oranları ile kamu kesimi borçlanma gereği değerkenleri de alınacaktır. Temel amacımız “ **finansal açıklık ile enflasyon düzeyi**

<sup>166</sup> Berument Hakan and Doğan Burak, “ **Openness and the Effectiveness of Monetary Policy: Empirical Evidence from Turkey.** [www.bilkent.edu.tr](http://www.bilkent.edu.tr). Erişim: 09.01.2007.

<sup>167</sup> Matteo, I., Raul, M., “ **Financial Liberalisation and the Sensitivity of House Prices to Monetary Policy: Theory and Evidence.** [www.blackwellsenergy.com](http://www.blackwellsenergy.com). Erişim: 12.02.2007.

<sup>168</sup> Sutherland, A., “ **Financial Market İntegration and Macroeconomic Volatility**”, Scandivion Journal of Economics, 1996, No: 98, pp. 521-539.

<sup>169</sup> Senay, ., “ **Monetary Policy in an Open Economy: Economic İntegration, Disinflation and Stabilization**”, PhD Thesis, University of Manchester, Chapter:3, British Thesis Servis, West York Shire, United Kindgom, 2000, pp. 121-234.

<sup>170</sup> Christian Pierdzioch, “ **Capital Mobility, Consumption Substitutibility and Effectiveness of Monetary Policy in Open Economies**”, Kiel Working Paper, No:1110. [www.blackwellsenergy.com](http://www.blackwellsenergy.com). Erişim: 12.02.2007.

**arasında negatif ilişki vardır”** hipotezini test etmektir. Bu testi yaparken 1992:1-2006:4 arası üçer aylık veriler kullanılmıştır. 1992 yılının başlangıç yılı olarak ele alınmasının nedeni, 1989 yılında alınan 32 Sayılı kararın ödemeler bilançosuna ve fiyatlar genel düzeyine etkilerini yaklaşık iki yıl gibi bir gecikmeyle daha sağlıklı bir biçimde yansıtmaya başlaması gerçeğidir. Bu bağlamda üçer aylık veriler kullanılmıştır. Çünkü, özellikle enflasyon ve diğer değişkenler üzerinde mevsimsel etkiler görülebilmekte ve model sonuçlarının yanlış yorumlanmasına neden olabilmektedir. Bu bağlamda düşünüldüğünde modelimiz de bağımlı değişken olarak enflasyon düzeyi, bağımsız değişkenler olarak da finansal açıklık oranı, reel faiz düzeyi ve kamu kesimi borçlanma gereği (kkbg) alınmıştır.

Veriler, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sistemi (EVDS), Hazine Müsteşarlığı, Maliye Bakanlığı Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü internet sitelerinden derlenmiştir. Enflasyon oranı olarak (2003=100) TÜFE endeksindeki değişimler ele alınmış, finansal açıklık ise kısa vadeli ve uzun vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye’ye giren ve çıkan değerlerinin mutlak değeri alınarak toplanmış ve GSMH’ya bölünmek suretiyle finansal açıklık oranı ( $kvs_h + uvs_j / gsm_h = FO$ ) elde edilmiştir. Reel faiz oranları ise Hazine Müsteşarlığının aylık iskontolu nominal tahvil faizlerinin üç aylık ortalaması alınarak reel faize dönüştürülmüştür ( dönüşüm işlemi  $((1+i/1+enf)-1)$  formülü yardımıyla yapılmıştır. KKBG olarak ise devletin nakit tahvil ve bono borçlanmasının GSMH’ya oranı olarak alınmıştır. Yukarıdaki veriler kullanılarak en iyi ve çalışan model elde edilmiş ve bu modelde enflasyon oranının ve finansal açıklık göstergesinin logaritması alınmıştır. Yukarıda saydığımız veri seti Ek 1’ de gösterilmiştir. Modelde kullanılan verilerin mevsimsel düzeltme işlemi e-views paket programında Seasonal adjustment-Tramo yoluyla yapılmıştır. Düzeltilmiş serilerin grafikleri Ek 2’de verilmiştir. Düzeltme işleminin grafik üzerinde nasıl bir etki yaptığının daha açık görülebilmesi için GSMH değeri hem düzeltilmiş hem de düzeltilmemiş halde gösterilmiştir. Şekilden de görüldüğü gibi düzeltilmemiş durumda testere ağzına benzeyen grafik düzeltilmiş durumda daha yatay bir yol izlemiştir. Dolayısıyla daha iyi model sonuçlarının alınabilmesi için düzeltme işlemleri tüm değişkenlere ayrı ayrı uygulanmıştır.

Ek 1’de gösterilen veriler arasındaki ilişkiyi incelemek için VAR analizi kullanılacaktır. VAR Yaklaşımı son dönemlerde iktisatçılar tarafından geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Çünkü bu analiz, yapısal model üzerinde herhangi bir kısıtlama getirmeksizin dinamik ilişkileri verebilmekte ve bu sebeple zaman serileri için sıklıkla kullanılmaktadır.<sup>171</sup> VAR modeli değişkenler arasında içsel-dışsal ayrımını gerektirmediği için eşanlı denklem sistemlerinden ayrılmaktadır. Aynı zamanda bu modelde bağımlı değişkenlerin gecikmeli değerlerinin de bağımsız değişken olarak kullanılabilir olması geleceğe yönelik güçlü tahminlerin yapılmasını mümkün kılmaktadır. Modeldeki değişkenler arasındaki ilişkileri araştırmada, regresyon tekniğini kullanabilmek için, öncelikle analiz edilecek zaman serilerinin durağan olması gerekmektedir. Durağanlık sağlanmadan yapılan bir analiz yanlış model yorumlamalarına neden olacak ve gerçeğe yakınsamayacaktır. Peki nedir durağanlık kavramı? Kısaca, serinin ortalamasının ve varyansının zaman içerisinde değişmemesi olarak adlandırılabilir. Serinin durağan olmamasına birçok faktör sebep olabilir. Örneğin, mevsimsel etkiler, trend, konjonktürel dalgalanmalar ve arıza hareketler gibi zaman serilerini etkileyen bir takım etkiler içerebilirler. İşte doğru bir modelle doğru değerlendirmeler yapılabilmesi için öncelikle zaman serilerinin tüm etkenlerden arındırılması gerekir. Bir sonraki aşama ise VAR analizi uygulayabilmek için serilerin tümünün aynı dereceden durağan olmasıdır. Seriler aynı dereceden durağan oluncaya kadar fark alınır ve sonra VAR analizi yapılabilir. Burada gözden kaçırılmaması gereken en önemli nokta, bir seriyi durağanlaştırmak için fark işlemi alırken modelin uzun dönemli ilişkisini kaybetme riskidir. Dolayısıyla en iyi seri I (0) ya da uygun koşullarda I (1) ‘de olabilir. Uluslar arası çalışmalarda çoğunlukla I (0) veya I (1) kullanılmaktadır.

VAR modelinin tahmininden elde edilen parametreleri yorumlamak yerine, sistemin tahmini neticesinde elde edilen artıkların analizine geçilerek, geleceğe yönelik yorumlar yapılabilir. Modelde yer alan değişkenlere bir standart sapmalılık şok verildiğinde, diğer değişkenlerin tepkisi, Impulse-Response (Etki- Tepki) fonksiyonları

---

<sup>171</sup> Keating, J.W. , “Identifying VAR Models Under Rational Expectations”, **Journal of Monetary Economics**, No:25, 1990, pp.453-454.

ile ölçülmektedir.<sup>172</sup> Modelin tahmini ile belirlenen ve tahmin hata varyansını ölçen Variance Decomposition ( Varyans Ayrıştırması), artıkların analizinde kullanılan bir diğer tekniktir.<sup>173</sup> Bu yolla bir değişken üzerinde en çok etki eden değişkenin hangisi olduğu belirlenebilmektedir. Etki- Tepki fonksiyonu ise, ilgili değişken üzerinde en çok etki eden değişkenin politika aracı olarak kullanılıp kullanılmayacağını ortaya koyar. Ancak, varyans ayrıştırması ve etki-tepki fonksiyonlarından elde edilen bulgular, yanlışlanabilecek bir davranışsal ekonomi teorisinin olmayışı nedeniyle, sadece “bilgi verici” olarak yorumlanabilir.

#### 4.4. Ampirik Analiz

Çalışmamızın bu bölümünde VAR analizinin ilk aşaması olan, serilerin durağanlık test sonuçları Augment-Dickey Fuller Birim Kök (ADF) Analizi ile test edilecektir. Herhangi bir uygulamalı analiz için önemli olan ilk önce durağanlığın test edilmesidir. Bu bağlamda değişkenlerin ( $X_t$ ) birim kök özelliğini test etmek için aşağıdaki regresyon denklemi kullanılır.

$$\Delta X_t = \delta_0 + \delta_1 t + \delta_2 X_{t-1} + \sum_{i=1}^j \Phi_i \Delta X_{t-i} + \epsilon_t$$

birinci fark işlemcisi;  $t$  bir zaman trendi,  $\epsilon_t$  hata terimi,  $X_t$  kullanılan serileri ifade etmektedir. Bu tip birim kök testleri ADF olarak belirtilir. Boş hipotez seriler durağan değildir, alternatif hipotez ise seriler durağandır. ADF testi  $\delta_2$  parametresinin tahminine ve onun  $t$  istatistiğine dayanır.  $t$  hesap değeri  $t_{\text{tablo}}$  değerinden büyükse  $H_0$  reddedilir ve serilerin durağan olduğu sonucuna varılır. Burada ki problem serilerin ilave farklarla durağanlaştırılmasının modelin uzun dönemli tahminine imkan vermemesidir. Sonuç olarak, bir seri fark durağan (örneğin  $I(1)$ ) ise, o zaman serilerin doğrusal kombinasyonlarının durağan olup olmadığını belirlemek için koentegrasyon analizi yapılabilir. Şimdi, öncelikle modeldeki değişkenlerimizin ADF test sonuçlarını bir tablo halinde verelim ve eğer tüm değişkenler aynı dereceden durağan ise o zaman doğrusal modelin çalışma şartını aramaya başlayalım.

---

<sup>172</sup> Enders, Walter , **Applied Econometric Time Series:Wiley Series in Probability and Mathematical Statistics**, New York, John Wiley Inc., 1995, pp.305-311.

<sup>173</sup> Enders, a.g.e. pp.312-320.

**Tablo 10****ADF Birim Kök Test Sonuçları**

Değişkenler	Fark Alınmadan Düzey Üzerinden Yapılan ADF Test İstatistiği I ( 0 )			Birinci Dereceden Fark Alınarak Yapılan ADF Test İstatistiği I ( 1 )		
	$t_{hesap}$	düzyey	$t_{tablo}$	$t_{hesap}$	düzyey	$t_{tablo}$
LENF I (1)	0,241390	% 1	-2,624057	-5,693526	% 1	-2,624057
		% 5	-1,949319		% 5	-1,949319
		% 10	-1,611711		% 10	-1,611711
LFO I (1)	-0,845417	% 1	-2,606163	-7,847305	% 1	-2,606163
		% 5	-1,946654		% 5	-1,946654
		% 10	-1,613122		% 10	-1,613122
RF I (1)	-0,995811	% 1	-2,606163	-10,48732	% 1	-2,606163
		% 5	-1,946654		% 5	-1,946654
		% 10	-1,613122		% 10	-1,613122
KKBG I (1)	-1, 453022	% 1	-2,607686	-8,288948	% 1	-2,607686
		% 5	-1,946878		% 5	-1,946878
		% 10	-1,612999		% 10	-1,612999

Yukarıdaki tablo incelendiğinde tüm değişkenlerin 4 gecikme değerinde birinci dereceden fark durağan olduğu görülmektedir. Tüm değişkenlerin aynı dereceden durağan olması bir sonraki aşama olan modelin çalışma koşulunu sağlayıp sağlamadığını test etmemizi sağlar. Bu bağlamda öncelikle model test edilecek ve daha sonra çalışma koşulu olan modelin hata terimlerinin gecikmeli hali modele bağımsız değişken olarak alınarak regresyon denklemi tekrar tahmin edilecektir. Tahmin sonucunda hata teriminin katsayısının “ negatif” çıkması modelin çalıştığının ispatı olacaktır. Şimdi ilk önce e-views programında modelimizi tahmin edelim.

**Tablo 11****Doğrusal Regresyon Modeli**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LFO	-0.30002	0.123552	-2.42833	0.0187
KKBG	0.322036	0.146604	2.196645	0.0325
RF	0.849061	0.239031	3.552094	0.0008
C	-4.01244	0.408893	-9.81295	0.0000



Yukarıdaki tablo regresyon tahmin sonuçlarıdır. Buna göre tüm bağımsız değişkenler % 5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Regresyon denkleminiz aşağıdaki gibidir.

$$LENF = - 4.012 - 0.3*LFO + 0.32*KKBG + 0.849*RF$$

Şimdi de yukarıdaki modelimizin çalışıp çalışmadığını test edelim. Bunu yapmak için modelin hata teriminin gecikmeli değerini denkleme bağımsız değişken olarak alacağız ve fakat denkleme alınan hata terimi (u) durağan olmalıdır. Aşağıdaki tablo hata teriminin sıfırcı dereceden durağan olduğunu göstermektedir.

**Tablo 12**

**Hata Teriminin ADF Testi I ( 0)**

$t_{hes}$	Düzyey	$t_{tablo}$
-6,116195	% 1	-2,610192
	% 5	-1,947248
	% 10	-1,612797

Hata teriminin de durağan olduğu gösterildikten sonra şimdi modele ekleyebiliriz. Modele eklenmiş hata teriminin regresyon tahmin sonucu şöyledir.

**Tablo 13**

**Hata Düzeltme Mekanizması**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LFO)	-0.023552	0.103920	-0.226636	0.8217
D(KKBG)	0.334873	0.080280	4.171316	0.0001
D(RF)	0.120343	0.223550	0.538328	0.5929
C	0.000151	0.071433	0.002117	0.9983
U(-1)	-0.642909	0.137636	-4.671096	0.0000

Yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi U(-1) katsayısı negatif çıktığı için model çalışan bir model olarak nitelendirilir ( Buna aynı zamanda kısa dönemli modelde denilir).

Burada  $U(-1)$ 'in katsayısı bizim için önemlidir.  $1/u(-1)$  işlemi sonucu ortaya çıkan sonuç bize herhangi bir değişkendeki bir değişimin tekrar denge düzeyine ne kadar sürede geleceğini gösterir. Burada elde edilen sonuç ise 4-5 ay arası bir zaman dilimidir.

Şimdi yukarıda elde ettiğimiz doğrusal model üzerinden acaba yorum yapabilecek miyiz ? Bunu sağlayan koşullar nelerdir? Buraya kadar yaptığımız çalışma sadece doğrusal modelin çalışmasını test etmek için idi. Şimdi de VAR analizi yaparak Johansen koentegrasyon (JK) çıktı sonuçlarına ulaşmamız gerekiyor. Eğer ki JK testi sonucunda bir tane koentegre edecek vektör bulunursa doğrudan doğrusal model üzerinden yorum yapabileceğiz. Bu bağlamda öncelikle gecikme uzunluğunu belirleyeceğiz.

**Tablo 14**

**VAR Modeli İçin Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	-99.70728	42.59400	0.003090	5.567780	6.386943	5.869862*
2	-81.49389	28.80257*	0.002847*	5.464832*	6.939325	6.008579
3	-68.80167	17.71007	0.003501	5.618682	7.748506	6.404095
4	-53.88438	18.03952	0.004086	5.669041	8.454194	6.696119

**Not:** AIC;Akaike Bilgi Kriterini, SW;Schwartz Kriterini, HQ;Hannan -Quinn Kriterini,FPE;Final Prediction Error kriterini ifade etmektedir.

Tablo incelendiğinde LR, FPE, AIC değerlerinin aynı yönde olduğu ve iki gecikme için minimum değer verdiği, HQ için ise bir gecikme değeri için minimum değer sağlandığı görülmektedir. Biz burada ortalama hata karelerinin minimizasyonunu baz alan ve daha ziyade ileriye yönelik tahminlerde değer olan AIC değerini baz alacağız . JK test sonucunu almadan önce modulus ve birim çember şartlarının da sağlanması önem arz eder. Kısaca modulus değerleri birden küçük olmalı ve tüm dağılımlar birim çember içerisinde olmalıdır.

Gecikme uzunluğu ( AIC'e göre 2) bulunduktan sonra JK test sonuçlarını aşağıda görmekteyiz. JK test sonucuna göre bir tane koentegre edici vektör çıkmıştır ve dolayısıyla doğrusal model üzerinden yorum yapılabilir mi? Sorusunun cevabını “ evet” olarak verebiliriz.

Tablo 15

Johansen Cointegration Test Sonuçları

JK				
Hypothesized No of CE (s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critic Value	Prob
None	0.479117	60.8550	54.07904	0.0110
At most 1	0.368232	30.85295	35.19275	0,1364
At most 2	0.176976	9.728200	20.26184	0,6665
At most 3	0.016574	0.768802	9.164546	0,9769
Trace test indicates 1 cointegration eqn(s) at the 0.05 level				
Unrestricted Cointegration Rank Test ( Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No of CE (s)	Eigenvalue	Max-eigen statistics	0.05 Critic Value	Prob
None	0.479117	30.00256	28,58808	0.0328
At most 1	0.368232	21.12475	22.29962	0.0723
At most 2	0.176976	8.959398	15.89210	0.4382
At most 3	0.016574	0.768802	9.164546	0,9769
Max-eigenvalue test indicates 1 cointegration eqn(s) at the 0.05 level				

Eğer birden fazla koentegre edici vektörle karşılaşırsa, o zaman doğrusal model üzerinden değilde etki-tepki analizi ve varyans ayrıştırması yaparak açıklamalar yapmak daha makul olacaktır. Şimdi doğrusal model üzerinde açıklamalar yapmadan önce nedensellik analizi sonuçları ile varyans ayrıştırması sonuçlarını açıklayalım. Nedensellik analizi sonuçları Ek 8’ de verilmiştir. Tablolara baktığımızda ise şu sonuçlara ulaşmaktayız.

- ✓ Reel faiz üzerinde reel faiz doğrudan etkin iken, finansal açıklık oranı ile kamu kesimi borçlanma gereği tek başlarına reel faizi etkilemeyip reel faiz değişkeninde içinde bulunduğu bir yapı içerisinde dolaylı yönde etkilemektedir.

**Değerlendirme:** Türkiye gibi kamu kesiminde finansal derinleşmenin sağlanamadığı bir ülkede reel faizin daha çok kendisinden beslendiği düşünülebilir. Çünkü, Türkiye’de kamu finansmanı için kaynak yaratılamaması iç borç stokunun artmasına neden olmuş ve bu sonuç fon arzının fon talebinden düşük olduğu bir ortamda borçlanma maliyetlerini ( faiz) yükseltmiş ve faizin kaynağının daha çok kendisinden beslendiği bir ortam yaratmıştır.

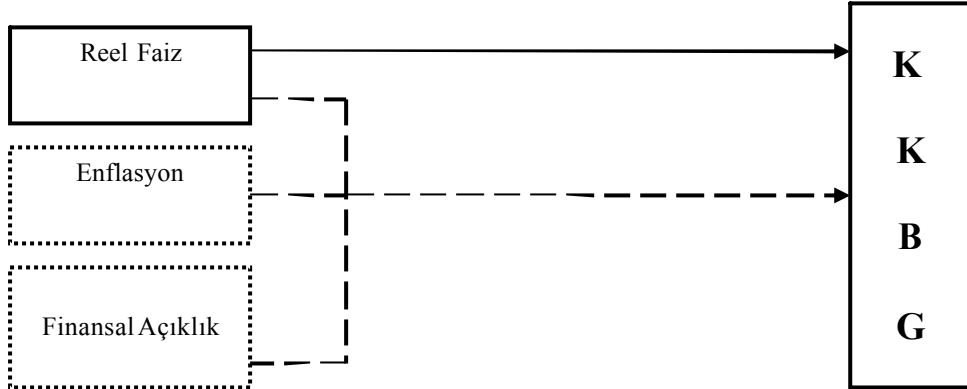
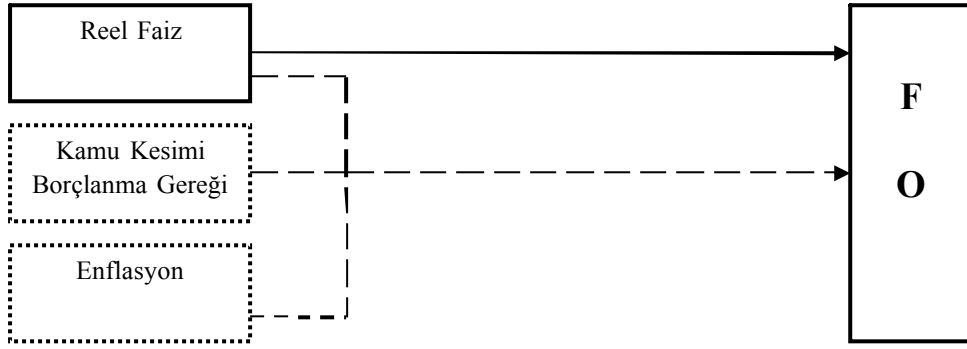
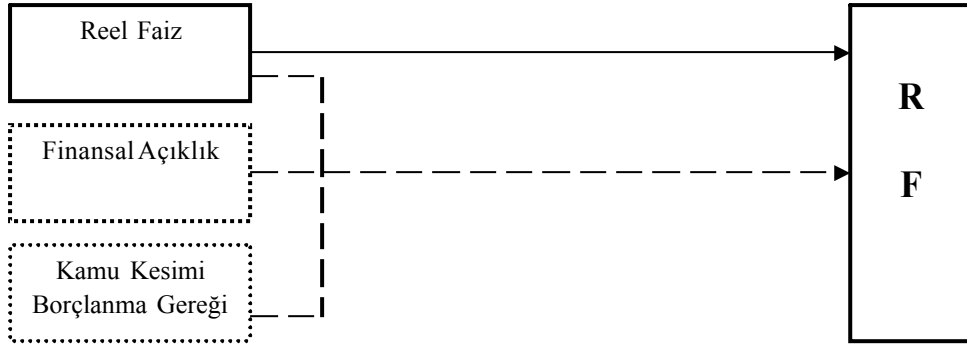
- ✓ Reel faiz finansal açıklık oranının nedeni olurken KKBG VE ENF değerleri tek başlarına finansal açıklık üzerinde neden olmayıp ancak KKBG, ENF ve reel faizinde içinde bulunduğu bir yapı içerisinde dolaylı yoldan finansal açıklık oranını etkileyebilecektir.

**Değerlendirme:** Çünkü KKBG ve ENF üzerinde reel faiz önemli bir belirleyici konumundadır. Ayrıca reel faizlerin artması sonucu FO oranının artmasının temel nedeni ise kamu kağıtlarına gelen sıcak para yoluyla açıklanabilir. Çünkü, uygun kur ortamında reel faiz oranları göreceli olarak ne kadar yüksek olursa kısa vadeli yabancı sermaye o kadar fazla giriş yapmaktadır ve dolayısıyla da FO oranı artmaktadır.

- ✓ KKBG nedeni olarak reel faiz görülürken ENF ve FO değerleri RF ile dolaylı yoldan KKBG’nin nedeni olarak görülmektedir.

**Değerlendirme:** Hazine borçlanmalarının maliyeti reel faizlerdir. KKBG, özellikle fon arzının düşük olduğu bir ortamda ne kadar artarsa faiz oranları da o oranda yükseliş eğilimine girmektedir. Dolayısıyla reel faiz oranları KKBG’ni etkilemektedir.

Yukarıda yapılan açıklamaları daha açık görmek için aşağıdaki şekil okuyucuya sunulmuştur. Kesikli oklar dolaylı etkiyi, kesiksiz oklar doğrudan nedensellik ilişkisini göstermektedir.



Şekil 13

Nedensellik Analizi Sonuçları

Kaynak: Bu çalışma için tarafımdan geliştirilmiştir.

Nedensellik testinden elde edilen bilgilerle tahmin edilen iki gecikmeli VAR modelinden elde ettiğimiz varyans ayrıştırma sonuçları ile ilgili grafik ve tablo sonuçları Ek 5-A, 5-B, ve Ek 7’de verilmiştir. Bu sonuçlar Granger nedensellik analizi test sonuçlarını destekler niteliktedir. Varyans ayrıştırma tablosuna baktığımızda şu değerlendirmeler yapılabilir.

- i. Enflasyon kısa dönemde sadece büyük bir oranda kendi şoklarınca belirlenmektedir. Uzun dönemde ise önemli oranda yine ilk sırada kendi şoklarınca, ikinci olarak önemli ölçüde reel faiz tarafından belirlenmektedir.
- ii. Finansal açıklık kısa dönemde önemli oranda kendi şoklarınca belirlenirken, uzun dönemde ise yine ilk sırada kendisi tarafından belirlenirken, ikinci olarak ise reel faiz tarafından belirlenmektedir ayrıca, kkb g ve enflasyonunda çok küçük miktarlarda da olsa etkisi vardır.
- iii. Reel faiz hem kısa hem de uzun dönemde önemli ölçüde kendi şoklarınca belirlenirken, reel faiz üzerinde uzun dönemde ayrıca enflasyon, finansal açıklık ve kamu kesimi borçlanma gereğininde az da olsa belirleyici gücü vardır.
- iv. KKBG üzerinde kısa dönemde önemli ölçüde kendi şokları etkin iken enflasyon ve reel faizlerinde küçük oranlarda belirleyicilik kuvveti vardır. Uzun dönemde ise, yine kkb g üzerinde en fazla kendi şokları etkin iken reel faizlerinde önemli düzeyde belirleyici olduğu görülmektedir. Ayrıca enflasyon ve finansal açıklık oranında da az da olsa etkisi olduğu görülmektedir.

Yukarıda anlatılanları okuyucunun daha net analiz edebilmesi için tablo halinde aşağıda verilmiştir.

Tablo 16

Varyans Ayrıştırma Sonuçları

Değişken	Kısa Dönem Belirleyicileri		Uzun Dönem Belirleyicileri	
Enflasyon ( ENF)	Kendisi		1. Sıra	Kendisi
			2. Sıra	RF
			3. Sıra	KKBG (= % 10)
Finansal Açıklık (FA)	Kendisi		1. Sıra	Kendisi
			2. Sıra	RF
			3. Sıra	KKBG ve ENF (= % 10)
Reel Faiz ( RF)	1.	Kendisi	1. Sıra	Kendisi
	2.		2. Sıra	ENF
	3.	FA	3. Sıra	FA (= % 10)
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG)	1.	Kendisi	1. Sıra	Kendisi
	2.	ENF (= % 5)	2. Sıra	RF
	3.	RF (= % 5)	3. Sıra	FA ve ENF

**Kaynak:** Bu çalışma için tarafımdan geliştirilmiştir.

Etki-Tepki Analizine geçmeden önce yukarıdaki süreçlerle ilgili şu açıklamalarda yapılabilir. Türkiye’ de enflasyonun çok uzun zamandır süregelmesi enflasyonla ekonomik birimlerin uyumlu davranış kazanmalarına neden olmuş, bu da enflasyonun kendi kendisini beslediği bir süreç oluşturmuştur. Bu nedenle varyans analiz sonucundan da görüldüğü gibi enflasyonun en önemli kaynağı yine kendisidir.

Türkiye’de şirketlerin öz sermaye yapılarının zayıf olması nedeniyle kredi maliyetleri (faiz) önemli bir maliyet unsurudur. Dolayısıyla reel faizlerin yüksekliği, firmaların üretim maliyetlerinde artışa neden olarak maliyet enflasyonunu körükleyebilmektedir. Dolayısıyla reel faizlerin enflasyon üzerindeki etkisi yüksek olmaktadır. Türkiye’de kamu borç stokunun geldiği düzey ve kamu borçlanma gereğinin yüksekliği reel faizlerindeki yüksekliğin önemli bir nedenidir. Bu nedenle kkbkg, reel faizleri yukarı çekerek enflasyon üzerinde etkin olabilmektedir. Bu durum Türkiye’de yapısal ve beklentisel enflasyonun varlığına ilişkin bir dayanak olarak da değerlendirilebilir.

Şimdi de etki-tepki ( impuls-response) analiz sonuçlarını kısaca yorumlamaya çalışalım. Bu konu ile ilgili grafik ve tablolarımız Ek 4-A, B VE 6' da verilmiştir. Bu analiz bize herhangi bir değişken üzerine verilecek bir şokun diğer değişkenler üzerinde ne kadar tepki yarattığını gösterecektir. Buradan bulunan sonuçlar da yukarıda anlatılan sonuçları destekler niteliktedir. Bu bağlamda ele alındığında modelimizin iktisadi ve ekonometrik olarak tutarlılık içerisinde olduğunu görmekteyiz.

Enflasyon üzerine verilecek bir standart sapmalı şok, en fazla faiz oranı üzerinde etki yaratırken, faiz oranı üzerine verilecek bir şok ise, kendi değişkeninin yanı sıra enflasyon, finansal açıklık ve kamu kesimi borçlanma gereği tarafından tepki ile karşılanmaktadır. KKBG üzerine verilecek bir şok daha çok kendisi ve faizler üzerinde yüksek düzeylerde tepki yaratırken, diğer değişkenlerce de küçük oranlı tepkiyle karşılanmıştır. Son olarak ise finansal açıklık üzerine verilecek bir şok öncelikle kendisi ve daha sonra önemli ölçüde faizler tarafından tepkiyle karşılanmıştır. Kısaca verilen şokların tümüne verilen tepkiler zaman içerisinde sönümlenmiştir.

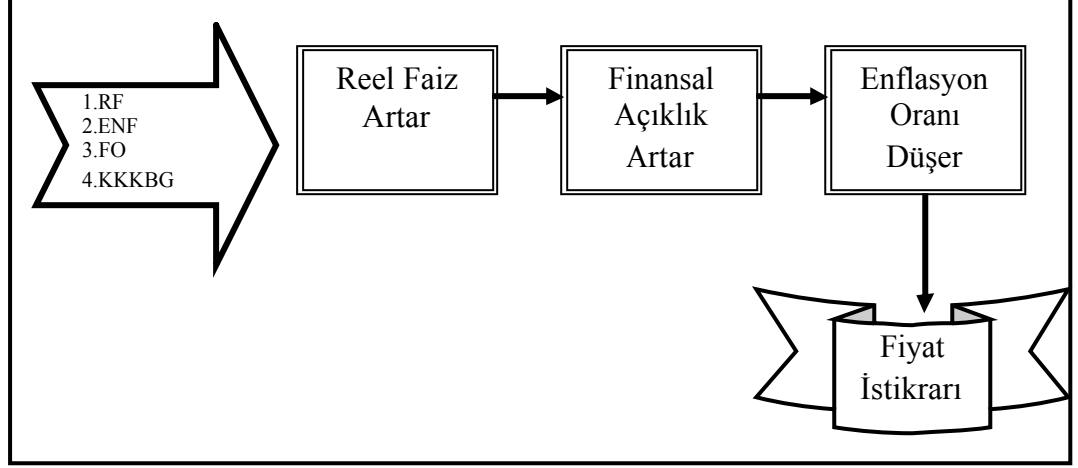
Yukarıda yapılan tüm açıklamalar ışığında şimdi de doğrusal modelimizin yorumlanmasına geçebiliriz. Hatırlanacağı gibi modelimiz aşağıdaki gibi bulunmuştur,

$$\text{LENF} = - 4.012 - 0.3 \cdot \text{LFO} + 0.32 \cdot \text{KKBG} + 0.849 \cdot \text{RF}$$

Yukarıda ki denkleme göre finansal açıklıkta ki yüzde birlik bir artış enflasyon düzeyi üzerinde yüzde 0.3'lük bir düşmeye neden olmaktadır. Yani bir ülkenin finansal açıklığı ne kadar yüksekse fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen düşme eğilimi de o kadar yüksek olacaktır. Bunun yanı sıra kamu kesimi borçlanma gereğinde meydana gelecek bir birimlik bir artış enflasyonu yüzde 0.32 puan ve reel faizde meydana gelen bir birimlik artış enflasyonu yüzde 0.849 puan arttıracaktır. Tüm bunlar beklenen sonuçlardır ve ekonomi teorisiyle de örtüşmektedir. TCMB'nın temel hedefinin fiyat istikrarı olduğu göz önüne alındığında finansal açıklık arttıkça merkez bankasının para politikasının etkinliğinin de arttığı görülmektedir. Bu sonuca doğru bir şekilde ulaşmak için mekanizmanın temelini oluşturabilecek süreci doğru bir şekilde yorumlayabilmek önemlidir. Bu bağlamda düşünüldüğünde ve yukarıda yapılan nedensellik analizi ile



varyans ayrıştırması sonuçları da göz önüne alındığında reel faizin diğer üç değişken üzerinde de önemli oranda belirleyici olduğu görülmektedir.



Şekil 14

#### İncelenen Değişkenler Çerçevesinde Türkiye İçin Fiyat İstikrarı Mekanizması

**Kaynak:** Bu çalışma için tarafımdan geliştirilmiştir.

Yukarıdaki şekil Türkiye için fiyat istikrarı mekanizmasını göstermektedir. Buna göre, uzun vadeli perspektifte enflasyon, finansal açıklık ve kamu kesimi borçlanma gereğindeki bir artış reel faizi arttırmakta ve reel faizde meydana gelen artış, nedensellik analizi sonucuna göre, finansal açıklıktaki artışın temel nedeni olmaktadır. Finansal açıklık da meydana gelen bu artışında fiyatlar genel düzeyi üzerinde düşürücü etkisi gözlenmektedir. Yukarıda ki bulgu oldukça ilginçtir. Çünkü, faiz artışının maliyet enflasyonuna sebep olması beklenirken beklenen sonuç gerçekleşmemiş, aksine fiyatlar genel düzeyi düşmüştür. Bu olgu Türkiye'nin üretim yapısı da göz önüne alınarak şöyle açıklanabilir. Faiz artışı, kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin yurtiçine kanalize olmasına neden olarak ulusal parayı değerlendirir. Üretimimizin büyük kesiminin ithalata dayalı ara malları ve yatırım mallarına bağlı olduğu dikkate alındığında, ulusal paranın değerlendirilmesi ithal malları fiyatlarını düşürerek maliyetlerin azalması yoluyla fiyat rekabeti yapan bir piyasa ekonomisinde fiyatların/fiyat artışlarının gerilemesine neden olabilir. Bu arada ülke içinde faiz artışları yurtiçinden sağlanan üretim faktörleri fiyatlarını arttırır. İşte bu iki zıt etkiden kur düşüşünün yarattığı fiyat düşüşü baskısı,

faiz artışının yarattığı maliyet artışı baskısından yüksek olduğunda fiyatlar genel düzeyinde düşüşler görülebilmektedir. Kuşkusuz modelde yer almayan diğer faktörlerinde bu süreçte etkili olabileceği gözden uzak tutulmamalıdır.

Bu değerlendirmeler çerçevesinde para politikasının etkinliğine ilişkin olarak ayrıca şu açıklamalar yapılabilir.

- Enflasyon üzerinde faiz oranları etkilidir. Bu faiz oranlarının belirlenmesinde MB'nın etkinliği de zaten açıktır.
- Diğer taraftan halkın yüksek tüketim beklentisi ve bunun yarattığı tüketici kredisi kullanımındaki artışın faizlerin yükseltilmesi ile azaltılabilmesi, MB'nın enflasyonu kontrol etme gücünü arttırmaktadır.
- Reel faizlerin maliyet enflasyonu üzerinde de etkili olması, faizlerin enflasyonla mücadelede etkili bir araç olarak kullanılabileceğini göstermesi boyutuyla da merkez bankasının etkinliğini arttırmaktadır.
- Merkez bankasının yüksek reel faiz politikasının, gecikmeli de olsa, enflasyonu aşağıya çekebilmesi para politikalarının, talep ve maliyet yanında beklentisel enflasyon üzerinde de etkili olduğu şeklinde değerlendirilebilir.

Yukarıda ki açıklamalar para politikasının etkinliğinin değerlendirilmesine yönelik idi. Peki para politikasının etkinliğini günümüz koşullarında kısıtlayan faktörler nelerdir? Bu sorunun cevabı, para otoritesince alınan bir kararın piyasayı etkilemesi bakımından önemlidir. Bu bağlamda tartışmaya açılması gereken konu, bilgi ve iletişim teknolojisinde meydana gelen önlenemez gelişmeler ve bunların etkileridir. Özellikle 1980' li yıllardan sonra büyük gelişme gösteren bu sektör küreselleşme eğilimleri ile birlikte toplumların ekonomik, sosyal ve siyasi yapısında değişikliklere neden olmuştur. Meydana gelen bu değişimler, kuşkusuz, para politikası ve merkez bankacılığı üzerinde de etkiler yaratmıştır.

Nitekim bilgi ve iletişim teknolojisinin gelişmesiyle ekonomik birimler para otoritesinin uygulayacağı para politikasını ve sonuçlarını önceden tahmin etme imkanı elde etmişlerdir. Bu nedenle daha etkili bir para politikası için merkez bankalarının şeffaf, hesap verilebilir ve kurala dayalı politikaları uygulaması gerekmektedir. Bu bağlamda, iktisadi birimlerin güvenini kazanmayan bir para politikasının başarılı olması beklenmemelidir.

Yeni ekonomi kavramı ile birlikte bilgi ve iletişim teknolojisinde ortaya çıkan gelişmeler, bir yandan ekonomik birimlerin politika kararlarını önceden öğrenmesine ya da tahmin etmesine imkan vermekte, diğer yandan da nakit para yerine elektronik paranın kullanımının yaygınlaşmasına sebep olmaktadır. Bu da merkez bankasının parasal aktarım mekanizmalarından özellikle kredi kanalının işleyişini bozmaktadır. Çünkü, bireyler nakit paraya ihtiyaç duymadan kredi kartları ve diğer finansal araçlar yoluyla işlemlerini yapabilmektedirler. Dolayısıyla para politikalarının etkinliğini sağlamak için şeffaf, hesap verebilir ve kurala dayalı bir politika izlemesi, siyasi baskıdan uzak araç bağımsızlığını kazanmış bir bağımsız merkez bankası para politikasının etkinliğini arttırabilecektir. Ayrıca, Merkez Bankalarının para ve benzerlerinin kullanımında ortaya çıkan gelişmeleri de değerlendirerek, yeni koşullara uygun yeni stratejiler geliştirmek zorunluluğunu da dikkate alması gerekmektedir.

## **SONUÇ**

Bu çalışmada ekonomi politikasının temel saç ayaklarından birisi olan para politikasının etkinliği, küreselleşen dünya ekonomisi içerisinde, Türkiye özelinde ele alınmıştır. Çalışmamıza ilk olarak finansal serbestleşmenin temelini oluşturan dış ticaretin serbestleştirilmesi noktasından başlanmıştır. Bunun için öncelikle bilimsel iktisadın başlangıcı sayılan fikir akımlarının bu konudaki değerlendirmeleriyle yola çıkılmış ve günümüze kadar olan süreç iktisadi düşünce akımları bağlamında açıklanmaya çalışılmıştır. Daha sonra sermaye akımlarının dünyada ve Türkiye'deki gelişim süreci ele alınmış ve makro ekonomik etkileri tartışmaya açılmıştır. Üçüncü bölümde ise para politikasının teorik temelleri tartışmaya açılmış ve etkinlik şartları

okuyucuya sunulmuştur. Son bölümde ise çalışmamızın ana eksenini oluşturan uygulamalı ekonometrik çalışmaya yer verilmiş ve Türkiye’de para politikasının etkinliği test edilmiştir. Uygulamalı analiz için 1992:1-2006:4 dönemi seçilmiş ve VAR Analizi ile finansal açıklığın para politikası üzerine etkileri test edilmiştir. Elde edilen sonuçlar oldukça ilginçtir. Şöyle ki, bulgularımıza göre finansal açıklık ile enflasyon oranı arasında ters yönlü bir ilişki bulunmuştur. Yani, finansal açıklık arttıkça enflasyon oranı düşmektedir. Bu sonucu yaratan mekanizmanın ise, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının Türkiye’ye gelmesi sonucu değerlendirilen ulusal paranın yarattığı ucuz ithalata dayalı fiyat rekabeti avantajının mutlak etkisinin iç piyasadaki faiz artışının yarattığı maliyet yönlü fiyat artış baskısının mutlak etkisinden daha büyük olabileceği gerçeğiyle açıklanabilir. Ayrıca kamu kesimi borçlanma gereği ve reel faiz ile enflasyon arasında da pozitif yönlü ilişki bulunmuştur. Bulgularımız nedensellik analizi bağlamında şöyle özetlenebilir. Reel faiz, reel faiz üzerinde doğrudan belirleyici iken finansal açıklık ve kkgb ise tek başlarına reel faiz üzerinde belirleyici değildir, ancak reel faizle birlikte finansal açıklık ve kkgb hep birlikte reel faiz üzerinde etkilidir. Ayrıca reel faiz yine finansal açıklığın doğrudan nedeni iken kkgb ve enflasyon doğrudan değil ancak reel faizle birlikte finansal açıklık üzerinde etkin bulunmuştur. Reel faiz yine kkgb üzerinde doğrudan etkili iken enflasyon ve finansal açıklık doğrudan değil reel faizle birlikte kkgb üzerinde etkili bulunmuştur. Bu bağlamda düşünüldüğünde reel faiz çok etkin bir araçtır. Zaten TCMB’nın da temel politika aracının kısa vadeli faiz oranları olduğu ve bu oranı tek başına belirleme yetkisi olduğu düşünüldüğünde para politikasının etkinliği üzerinde kontrol gücü oldukça güçlü olduğu düşünülebilir.

Çalışmamızda ayrıca incelediğimiz değişkenler açısından Türkiye için bir fiyat istikrarı mekanizmasına da ulaşılmıştır. Bu mekanizmaya göre, reel faiz, enflasyon, finansal açıklık ve kamu kesimi borçlanma gereği reel faizleri etkilemekte, reel faizde finansal açıklık oranını etkileyerek enflasyon üzerinde etkili olmaktadır. Bu sonuç gelişmiş bir ekonomiden ziyade gelişmekte olan bir ülkeye özgü bir mekanizmadır. Çünkü, gelişmiş ülkelerde enflasyon üzerinde düşüş yönlü baskının, üretimin arttırılması yoluyla olması beklenirken Türkiye’de sermaye akımları mekanizmasıyla olmaktadır. Bu sonuçta bize Türkiye’de yapay bir fiyat istikrarı mekanizmasının var olduğunu düşündürmektedir.

Sonuç olarak, finansal açıklıklığın para politikasının etkinliğini yapay bir şekilde de olsa arttırdığı düşünülmektedir. Bu bulgu uluslararası çalışma bulgularıyla örtüşmektedir. Unutulmamalıdır ki, para politikasının etkinliği aktarım mekanizmalarının etkin işlemeyle doğru orantılıdır. Günümüz iletişim ve teknoloji düzeyinin her geçen gün biraz daha geliştiği gerçeği altında piyasada ekonomik birimlerin nakit para kullanımının zaman içerisinde azaldığı görülmektedir. Dolayısıyla bu gerçek, para politikasının Türkiye açısından en önemli aktarım mekanizmalarından birisi olan kredi kanalı aktarım mekanizmasının işleyişini doğrudan, diğer kanalları ise dolaylı yönden olumsuz etkilemektedir. İşte bu bağlamda düşünüldüğünde para politikasının etkinliğini arttırmak için şeffaf, hesap verebilir ve kurala dayalı bir para politikasının yanında, yeni koşullara uygun yeni aktarım mekanizması stratejileri geliştirmek zorunluluğu da dikkate alınması gereken gerçeklerdir. Bu çalışmanın az da olsa konuyla ilgilenen okuyucuya yararlı olması dileğiyle...



## KAYNAKÇA

ABAÇ, Selçuk., **Para Teorisinde Faiz Oranları ve Türkiye’de ki Uygulama**, İstanbul, 1980

ACAR, Özgür, “ Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi ve Merkez Bankası Bilançoları”, TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu Bankacılık Birimi, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yıl: 1999, No: 10, Erişim 19.03.2007. [www.makalem.com](http://www.makalem.com)

ADDA, Jacques., **Kapitalizmin Küreselleşmesi**, Çev: Sevgi İnceci, İletişim Yayınları, İstanbul, 2002

AFŞAR, Muharrem, **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 1558, Eskişehir, 2004.

AKÇAY, Memduh Aslan, “ **Para Politikası Araçları: Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar**”, (T.C. Devlet Planlama Teşkilatı Uzmanlık Tezi), Yayın No: 2483, Ankara 1997.

AKDİŞ, Muhammet., “ Liberal Ekonomi Düşüncesinin Çağdaş Yorumları ve Hayek’in Ekonomik Yaklaşımları”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı:11, 1994

AKDİŞ, Muhammet., **Para Politikasının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkinliği ve Türkiye**, Afyon Kocatepe Üniversitesi Yayınları, No: 2, Afyon, 1996

AKDİŞ, Muhammet, **Para Teorisi ve Politikası**, Beta Yayınları, Denizli, 2001

AKTAN, Coşkun Can., **Çağdaş Liberal Düşünce de Politik İktisat**, Doğu Matbaası, Ankara, 1994

AKTAN, Coşkun Can., **Politik İktisat**, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 2000

AKTAN, Coşkun Can; UTKULU, Utku; TOGAY, Selahattin., **Nasıl Bir Para Sistemi: Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 1998

ALAGÖZ, Mehmet., “Küreselleşme Sürecinde Türkiye’de Finansal Liberalizasyon Politikalarının Sorgulanması”, **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı:491, 2005

Alp, Ali., **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul, 2000

Alp, Ali., **Uluslar arası Mali Piyasalarda Gelişmeler ve Türkiye**, Mart Matbaacılık, Ankara, 2002

ALPASLAN, Melike, ERDÖNMEZ Pelin., “Enflasyon Hedeflemesi”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı: 35, 200

ANK, Volkan Hasan, **Asya Krizi ve Finansal Liberalizasyonun Yarattığı Etkiler Açısından Değerlendirilmesi**, İstanbul Üniversitesi S.B.E Para-Banka Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2001

ARAS, Güler, MÜSLÜMOV, Alövsat., “Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerine Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 222, 2004

ARDIÇ, Hülya., 1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi, TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2004

AREN, Sadun., **100 Soruda Para ve Para Politikası**, Gerçek Yayınevi, 2.b., İstanbul, 1986

ATAMTÜRK, Burak., “Finansal Liberalizasyonun Etkileri”, **İktisat Dergisi**, Sayı:438, İstanbul

ATEŞ, Davut., “Küreselleşme: Ne Kadar Tek Boyutlu”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Sayı:7, İstanbul, 2006



ATEŞOĞLU, H.S and DUTKOWSKY, D.H. “ **Money, Output and Prices in Turkey**”, Applied Economics Letters, No:2, 1995

BAKIRTAŞ Tahsin, KARBUZ, Sohbet., “ Finansal Küreselleşme ve Çevre Ülkelerin Durumu”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:215, 2004

BALAYLAR, Nilgün Acar, DUYGULU, Aylin Abuk., “ Türkiye’de Para İkamisi Olgusu ve Para Talebinin İstikrarı”, **D.E.Ü. İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt:19, Sayı:2, 2004

BALINO, T.J.T., **Instruments of Monetary Policy: Technical Aspects**, IMF Seminars on Central Banking, July, 1995

BALINO, T.J.T., ALEXANDER, W.E., **The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy**, Washington D.C.: IMF Occasional Paper 126, 1995; Hoggart, **Introduction of Monetary Policy**, London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbooks in Central Banking, No: 1

BAYDUR, Cem Mehmet, BORA, Süslü., “ 1990’lı Yıllarda Türkiye’de Para Politikası Uygulamasında Çapalar”, **İMKB Dergisi**, Cilt:6, Sayı: 21, 2002

BERKSOY, Taner, SALTOĞLU, Burak, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 58, İstanbul, 1998

BERNHARD, Fischer, REISEN, Helmut., **Towards Capital Account Convertibility**, OECD Development Centre Policy Brief, No: 4, Erişim: 13.02.2007,

<http://www.oecd.org>

BERUMENT, Hakan and DOĞAN, Burak., “ **Openness and the Effectiveness of Monetary Policy: Empirical Evidence from Turkey**

BİLİR, Burcu, **Finansal Serbestleşmenin Para Politikasının Etkinliği Üzerine Etkileri**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat A.B.D Para-Banka Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2006

BORATAV, Korkut., **Türkiye İktisat Tarihi 1908-2002**, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 7. Baskı, İmge Yayınevi, Ekim, Ankara, 2003

BRYANT, R., HENDERSON, D., HOLTHAM, G., P., SYMANSKY, S., “**Empirical Macro Economics for Independent Economies**”, Brooking Institution, Wahington D.C., 1988.

BÜYÜKAKIN, Tahir, ERASLAN, Cemil., “Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:2, 2004

CHRISTIAN, Pierdzioch, “**Capital Mobility, Consumption Substitutibility and Effectiveness of Monetary Policy in Open Economies**”, Kiel Working Paper, No:1110. [www.blackwellsenergy.com](http://www.blackwellsenergy.com). Erişim: 12.02.2007.

CHRISTOFFEL, Kai, KUESTER, Keith, LINZERT, Tobias., “Identifying The Role Of Labor Markets For Monetary Policy In An Estimated DSGE Model, E.C.B Working Paper Series, No: 635, June, 2006

ÇELEBİ, A. Kemal., **Türkiye’de Ekonomik İstikrarsızlığın Dışsal- Yapısal Nedenleri ve İstikrar Politikaları**, Emek Matbaacılık, Manisa, 1998

ÇELİK, Ali Vefa ve diğerleri (haz.), **TCMB Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları**, TCMB, Ankara, 2006

ÇOLAKOĞLU, Bayram, “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında T.C. Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 4, 2002

ÇOLAKOĞLU, Bayram., “T.C. Merkez Bankası Para Politikasının Güvenilirliği”, **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Ekim, 2003

ÇULHA, Ali., “ A Structural VAR Analysis of The Determinants of Capital Flows Into Turkey”, The Central Bank of The Republic of Turkey, Research and Monetary Policy Department, **Workin Paper**, No:06/05, Ankara, October, 2006

DAĞDELEN, İlhan., “ Liberalizasyon”, **Uluslar arası İnsan Bilimleri Dergisi**, 2004, Erişim: 12.11.2006,

<http://www.insanbilimleri.com/makaleler/ekonomi/liberalizasyon.pdf>.

DEMİRHAN, Erdal., **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 231, İstanbul

DEMİRCAN, Esra Siverekli, ENER, Meliha., “ IMF’in Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye’de Uygulanan İstikrar Politikaları Üzerine Etkileri”, **Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Biga İ.İ.B.F Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt: 1, Sayı:1-2, 2003-2004

DENNIS, R. “ **Monetary Policy and Exchange Rates in Small Open Economies**”, FRBSF Economic Letter, , Issue:16, May, 2001

DIŞ TİCARET MÜSTEŞARLIĞI, Enflasyon Hedeflemesi, Dünya’da ve Türkiye’de Ekonomik Gelişmeler, Sayı:8, 2001, Erişim: 12.11.2006,

<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/ekonomi/sayi8/enflasyon.htm>

DİLEYİCİ Dilek., “ Parasal İstikrar Amacını Sağlamada Para Politikalarının Kullanımı”, **Kamu Tercih ve Anayasal İktisat Dergisi**, Sayı: 2, Yıl: 1, 2001

DOĞAN, Çetin., “ Para Politikasının Etkinliği: Türkiye Açısından Bir Değerlendirme”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt: 10, Sayı:1, 2005

DUMAN, Koray, “ Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri”, **Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Sayı: 8, 2004

DURUSOY, Serap., “ Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri”, **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:18, Erişim: 17.02.2007,

<http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>

EMEK, Uğur., “ Finasal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri”, **Rekabet Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 3, 2000

ENDERS,Walter., **Applied Econometric Time Series:Wiley Series in Probability and Mathematical Statistics**, New York, John Wiley Inc., 1995

ENFLASYON RAPORU 2006-1-2-3-4, 2007-1, TCMB Süreli Yayınlar

ERÇEL, Gazi., “ 1998 Yılı Para Politikası Uygulaması”, **TCMB Basın Toplantısı**, Ankara, 1998, Erişim: 15.03.2007,

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/p98matb.html>

ERÇEL, Gazi., “ 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması, TCMB, 1999, Erişim: 23.12.2006.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/paraprog2/baskanmat5y.html>

ERKAN Hüsnu., **Ekonomi Politikasının Temelleri**, Kardeşler Ciltevi, 3.b., İzmir,1997

EROĞLU, Ömer., **Para Teorisi ve Politikası: Ders Notları**, Süleyman Demirel Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 50, Isparta, 2004

EROL, İbrahim., **Para-Banka Teori ve Politika**, Emek Matbaacılık, Manisa, 1999

ESEN, Oğuz., “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:145, 1998

ESER, Kadir., “ Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri”, **Hazine Dergisi**, Sayı:1, 1996

FİSUNOĞLU, Mahir, “ 1990-1999 Yılları Arasında Merkez Bankası ve Bankacılık Sektöründe Gelişmeler ve Para Politikası Üzerine Gözlemler”, **İktisat Üzerine Yazılar 2**, Oktar Türel’e Armağan, Der: A.H. Köse- Fikret Şenses-Erinç Yeldan, İletişim Yayınları, 2003

GACENER, Aydanur., Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Analitik Bilançosunun Değerlendirilmesi, ( Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002)

GÖKALP, M. Faysal., “ Türkiye’de Liberalizasyon Sürecinde Dış Ticaret Hadlerindeki Gelişmenin Analizi”, ( Basılmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002)

GÖKÇE, Deniz., “İstikrar Politikaları Bağlamında Merkez Bankası ve Para Politikası”, **Türkiye İçin Yeni Bir Vadeli İstikrar Programına Doğru**, TÜSİAD Yayınları, Yayın No: ( TÜSİAD-T/95,6-180)

GÜLOĞLU Bülent, ALTUNOĞLU, A. Ender., “ Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No: 27, Ekim, 2002

GÜNAL, Mehmet., **Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları**, Lebib Yalkın Matbaası, 1.b., Ankara, 2001

GÜNEŞ Hurşit., **Türkiye’de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın no:9, İstanbul, 1990

GÜNGÖR, Kamil., “ İktisadın Tarihine Kısa Bir Bakış ve Merkantilizmden Günümüze İktisadi Düşünceler”, Erişim: 02.02.2007,  
<http://www.ceterisparibus.net/dusunce/genel.htm>

GÜRAN, Nevzat., **Makro Ekonomi**, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 1999

GÜREL, Ali., “ Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi: Nedenleri ve Sonuçları”, **Finans Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl:43, Sayı: 503

GÜVEN, Samih., “ Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 185, 2001

HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü, IMF İle İlişkiler Dairesi, **Ekonomik Program Raporu**, Kasım-Aralık, 2002

GÜRAN, İbrahim, ERASLAN, Cemil., “ Yeni Ekonominin Para Politikaları Üzerindeki Etkileri”, **Kocaeli Üniversitesi İ.İ.B.F Ekonomi Bölümü Çalışma Tebliği**, Kocaeli

İNANDIM, Şeyda, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği, ( TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlik Tezi), Ankara, 2005

İNSEL, Aysu, SUNGUR, Nesrin., **Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği- 1989:3-1999:4**, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, Aralık, 2003

KAPLAN, Cafer., Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No: 9910, 1999

KAR, Muhsin, AĞIR, Hüseyin., “ Finansal Derinleşmenin Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl:42, Sayı:496, 2004

KAR, Muhsin, GÜNAY, Enver, “ Finansal İstikrarın Temel Koşulları”, **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı: 487, 2004

KAR, Muhsin, KARA, Akif, “ Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, **DTM Dergisi**, Sayı: 29, 2003, Erişim: 14.04.2007

<http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2003/sermayeyuzde20hareketleri.htm>

KARAHAN, Özcan., “ Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği”, **Finans-Politik Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl:43, Sayı:503, 2006

KARASOY, Almila, SAYGILI, Mesut, YALÇIN, Cihan., **Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No: 9801, Ankara, 1998

KARLUK, Rıdvan., **Türkiye Ekonomisi**, Beta Basım, 5.b., İstanbul, 1997

KARRAS, G., “ **Openness and the Effects of Monetary Policy**”, Journal of International Money and Finance, No: 18, 1999

KAYA, Yasemin Türker., “ Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği, Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları, Ankara

KAYACAN, Murat., “ Finansal Liberalleşme ve Finansal Sınırlama Politikaları Üzerine Tartışmaların Temeli”, **Maltepe Üniversitesi İ.İ.B.F Ekonomik, Toplumsal ve Siyasal Analiz Dergisi**, Sayı: 1, 2004

KAZGAN, Gülten., **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, Remzi Kitabevi, 11.b., İstanbul, 2004

KAZGAN, Gülten., **Tanzimat’tan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, Akdeniz Yayıncılık, 1.b., İstanbul, 1993

KEPENEK, Yakup, YENTÜRK, Nurhan., **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, 16.b., İstanbul, 2004

KESRİYELİ, Mehtap., 1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri, Ankara: TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 97/4, 1997

KEYDER, Nur., **Para: Teori- Politika-Uygulama**, Geliştirilmiş 7.b. Bizim Büro Basımevi, Ankara, 2000

KILIÇBAY, Ahmet., **Türk Ekonomisi: Modeller, Politikalar, Stratejiler**, Bilim Teknik Yayınevi, 5.b., İstanbul, 1999

KÖK, Recep, **İktisadi Düşünce: Kavramların Analitik Evrimi**, Anadolu Matbaacılık, 1.b., İzmir

KULA, Ferit, “ Uluslar arası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler”, **Cumhuriyet Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt:4, Sayı:2 ,2003

LEVIN, T. Andrew, MOESSNER, Richhild., “ Inflation Persistence And Monetary Policy Design An Overview, **E.C.B. Working Paper Series**, No: 539, November, 2005

MALATYALI, N. Kamuran., **Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları, Ankara, 1998-01

MATTEO, I., RAUL, M., “ **Financial Liberalisation and the Sensitivity of House Prices to Monetary Policy: Theory and Evidence**. [www.blackwellsenergy.com](http://www.blackwellsenergy.com). Erişim: 12.02.2007.

MC KINNON, Ronald, **Money and Capital In Economic Development**, The Brooking Institution, Washington D.C., 1973

MOJON, Benoit., “ When Did Unsystematic Monetary Policy Have An Effect On Inflation?, **E.C.B. Working Paper Series**, No: 559, December, 2005

MONTIAL and REINHART, **The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During The 1990s**, 2001, Erişim: 25.14.2007.

[Http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/text0308.](http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/text0308.), p.23

NEMLİ, Melih., “ Mali Liberalleşme: Mckinnon-Shaw Yaklaşımı, Yapısalcı Yaklaşım ve Türkiye Örneği, **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:5, 1990

OBSTFELD, M. and A. M. TAYLOR, Globalisation and Capital Market, NBER Working Paper, No: 8846, 2002

OKSAY, Suna., “ Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı”, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi**, 2000

ÖÇAL, Tezer ve diğerleri, **Para Banka: Teori ve Politika**, Gazi Kitabevi Yayınları, 1.b., Ankara, 1997



ÖNDER, Timur., **Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlik Tezi), Ankara, 2005

ÖZEY, Aylin., “ TCMB Parasal Program Uygulamaları”, **Hazine Dergisi**, Sayı:7, Ankara, 1997

ÖZKER, Niyazi., “ Son Dönem Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Rasyoları ve Bütçenin Monetizasyonu”, **Akademik Araştırmalar Dergisi**, Yıl:3, Sayı:9-10, 2001

ÖZTÜRK, Serdar., **Enflasyon Hedeflemesi**, Derin Yayınları, Yayın No:33, İstanbul, 2003

PAMUK, Şevket., “ Karşılaştırmalı Açından Türkiye’de İktisadi Büyüme”, **İktisat Üzerine Yazılar 1, Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar**, Korkut Boratav’a Arnağan, Der: A.H.Köse-Fikret Şenses-Erinç Yeldan, 2003

PAPADOPULOS, A.P. “ **The Effect of Monetary, Fiscal and Exchange Rate Policies on Output, Prices and the Balance of Payments in the Open Economy of Greece: 1955-90**”, Applied Economics, No:25, 1993

PARASIZ, İlker., **Para Politikası-Türkiye Uygulaması**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 5.b., Bursa, 1998

PARASIZ, İlker, BİLDİRİCİ, Melike., **Finansal Makro Ekonomi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 5.b., Bursa, 2003

PARASIZ, İlker., **Türkiye Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2003

PARASIZ, İlker., **Para Politikası Türkiye Uygulaması**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Beşinci Baskı, Bursa, 1998

PARASIZ, İlker., “ Enflasyonla Mücadelede Para Politikasının Etkinliğini Arttıran ve Azaltan Bazı Kurumsal Faktörler”, **Bursa İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, Nisan, 1980

PEKER, Melih., “ TCMB’nin Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasıdaki Rolü”, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, ( Uzmanlık Yeterlik Tezi), Ankara, 2002

PİRİMOĞLU, Baki., **Para Politikası**, Eskişehir, 1990

ROMER, D. “ **Openness and Inflation: Theory and Evidence**”, Quarterly Journal of Economics, 1993, CVIII( November)

SARACOĞLU, Rüştü., “ 1990 Yılına Girenken Türk Ekonomisi”,  
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/turkekonomisi/.html>

SAVAŞ, Vural., **Keynesyen İktisat Yıkılırken**, Fatih Yayınevi, İstanbul, 1984

SAVAŞ, Vural., **İktisat Tarihi**, Siyasal Kitabevi, 4. Baskı, Ankara, 2000

SAVAŞ, Vural Fuat, **Piyasa Ekonomisi ve Devlet**, Liberte Yayınları, 2.b., Ankara, 2000

SENAY, Ö., “ **Monetary Policy in an Open Economy: Economic İntegration, Disinflation and Stabilization**”, PhD Thesis, University of Manchester, Chapter:3, British Thesis Servis, West York Shire, United Kindgdom, 2000

SERDENGEÇTİ, Süreyya., **T.C. Merkez Bankası Vaziyeti ve Anlamı**, Ankara, 1997

SERİN, Vildan., **Para Politikası: Tarihi, Teorik Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması**, Fatih Yayınevi Matbaası, İstanbul, 1987

SEYİDOĞLU, Halil., **Uluslar arası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, Güzam Yayınları, Geliştirilmiş 14.b., İstanbul, 2001

SOWELL Tomas, **Classical Economics Reconsidered**, New Jersey, Princiton University Pres, 1974

SOYAK, Alkan., (Der), **Küreselleşme İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşıtlıklar**, Om Yayınevi, İstanbul, 2002

STRACCA, Livio., “ A Speed Limit Monetary Policy Rule For The Euro Area”, **European Central Bank Working Paper Series**, No: 600, April, 2006

SUTHERLAND, A., “ **Financial Market İntegration and Macroeconomic Volatility**”, Scandivion Journal of Economics, 1996, No: 98

SÖNMEZ, Sinan., “ Türk İktisat Politikalarındaki ‘Çıpa’: Dış Borçlanma”, **İktisat Üzerine Yazılar 2: İktisadi Kalkınma Kriz ve İstikrar**, Oktar Türel’e Armağan, Der: A.H. Köse-Fikret Şenses-Erinç Yeldan, İletişim Yayınları, 2003

ŞAHİN, Hüseyin., **Türkiye Ekonomisi**, Livane Matbaası, Bursa, 2002

ŞAHİNÖZ, Ahmet, **Türkiye Ekonmisi: Sektörel Analiz**, İmaj Yayıncılık, Ankara, 2001

TARAMISA, N.T., JOHNSTON, R.B., “Why Do Countries Use Capital Controls”, **IMF Working Papers**, 1998

TCMB, 2000-2001-2002-2003-2004-2005-2006 Yılı Para Programları, Erişim: 13.12.2006  
[www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

TEPE, Serap, ÖZÜNEL, Ayşe, SAĞ, Başak, BİÇER, Onur., “ Enflasyon Hedeflemesi”, Ankara, Erişim: 15.01.2007,  
<http://www.politics.ankara.edu.tr/karatepe/faspa/EnflasyonHedeflemesi.pdf>

TEZER, Öçal, ÇOLAK, Ö. Faruk., **Para-Banka**, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara, 1998

TUNAY, K. Batu., “ Türkiye’de 1980-1995 Döneminde Para Politikalarının Gelişimi, **İktisat Politikası**, Vildan Serin (ed.), Alfa Yayınevi, İstanbul, 1998

TURHAN, Ali., “ Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ)”, Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Ankara, 1997, Erişim: 13.12.2006,

<http://ekutup.dpt.gov.tr/ticaret/turhana/dto.html>

TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ, Erişim: 19.06.2006,

<http://www.tbb.org.tr/turkce/kanunlar/tcmb/TCMB%20Kanunu.doc>

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI, Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, Sayı: 2005-56, 2005

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI, Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, TCMB Yayınları, Ankara, 2002.

ULUSOY, Ahmet, KARAKURT, Birol., “ Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:223, 2004

USTA, Bülent., Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği, ( TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi), Ankara, 2003

UYSAL, Yaşar., “ Yatırım Aracı Olarak Borsa”, Ticaret Gazetesi, 4 Eylül 2006, Erişim:19.09.2006., <http://kisi.edu.edu.tr/yasar.uysal>

UZUNOĞLU, Sadi., **Para ve Döviz Piyasaları**, Literatür Yayıncılık, Genişletilmiş 2.b., İstanbul, 2003

ÜNSAL, Erdal., **Makro Ekonomi**, Eda Matbaası, 5.b., Ankara, 2003

VENET, Baptiste., “ Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme: Literatüre Eleştirel Bir Bakış, Çev. Canan Özaltay, **İktisat Dergisi**, 2003

WILLIAMSON, John, MAHAR, Molly., **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme**, Çev. Güven Delice, Liberte Yayınları, Ankara, 2002

YAY, Turan., “ Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme”, **İktisat Dergisi**, Sayı: 438, 2003

YAYLA, Atilla, **Liberalizm**, Liberte Yayınları, 4.b., Ankara, 2002

YELDAN, Erinç., **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, İletişim Yayınları, 8.b., İstanbul, 2003

YELDAN, Erinç., “ İstikrar Kim İçin ? Kriz Üzerine Değerlendirmeler”, **Birikim Dergisi**, Kasım, 2002

YELDAN, Erinç., **Yükselen Piyasa Ekonomisi Olarak Türkiye**, 2005, Erişim: 17.12.2006, <http://bilkent.edu.tr/yeldane/Yeldan14-2Mar05.pdf>

YENAL, Oktay., **Cumhuriyet'in İktisat Tarihi**, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası Yayınları, İstanbul, 2001

YURDAKUL, Elif, ERDAL, Fuat., “ Dış Ticaret Politikası”, **1980-2003: Türkiyenin Dış Ekonomik, Sosyal ve İdari Politikaları**, Siyasal Kitabevi, 2003

YİĞİT, Serkan., “ TCMB Bankalararası Para Piyasası”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği**, No: 6, Ankara, 2002