

T.C.  
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
GENEL İKTİSAT PROGRAMI  
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TÜRKİYE'DE PARA ARZININ İÇSELLİĞİ:  
EKONOMETRİK BİR UYGULAMA**

**Vildan Saba AKTOP**

Danışman  
**Yrd.Doç.Dr Aylin ABUK DUYGULU**

2010

**YÜKSEK LİSANS**  
**TEZ/ PROJE ONAY SAYFASI**

2008800086

**Üniversite** : Dokuz Eylül Üniversitesi  
**Enstitü** : Sosyal Bilimler Enstitüsü  
**Adı ve Soyadı** : Vildan Saba AKTOP  
**Tez Başlığı** : Türkiye'de Para Arzının içselliği: Ekonometrik Bir Uygulama

**Savunma Tarihi** : 23.12.2010  
**Danışmanı** : Yrd.Doç.Dr.Aylin Abuk DUYGULU

**JÜRİ ÜYELERİ**

<b><u>Ünvanı, Adı, Soyadı</u></b>	<b><u>Üniversitesi</u></b>	<b><u>İmza</u></b>
Yrd.Doç.Dr.Aylin Abuk DUYGULU	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Yrd.Doç.Dr.Mert URAL	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Yrd.Doç.Dr.Hamdi EMEÇ	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	

Oybirliği

Oy Çokluğu

Vildan Saba AKTOP tarafından hazırlanmış ve sunulmuş "Türkiye'de Para Arzının içselliği: Ekonometrik Bir Uygulama" başlıklı Tezi  / Projesi  kabul edilmiştir.

Prof.Dr. Utku UTKULU  
Enstitü Müdürü

## YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “**Türkiye’de Para Arzının İçselliği: Ekonometrik Bir Uygulama**” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

.../.../.....

Vildan Saba AKTOP

## ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

Türkiye’de Para Arzının İçselliği: Ekonometrik Bir Uygulama

Vildan Saba AKTOP

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Genel İktisat Programı

Para talebi ile ilgili hakim teoride para arzı dışsal bir değişken olarak ele alınmaktadır. Ancak finansal yenilikler ve uygulanan para politikaları para arzının içselleşmesine neden olmaktadır. Post Keynesyen teori, para arzı ile ilgili alternatif görüşleri ile Ortodoks ve Neo Klasik görüşe ciddi bir alternatif oluşturmaktadır.

Son yıllarda Post Keynesyen teoriyle ilgili yapılan çalışmalar hız kazanmış ve modern ekonomilerde paranın karmaşık yapısını tekrar düşünme konusunda itici güç olmuştur. Post Keynesyen teori uyumcu ve yapısalcı içsellik yaklaşımı olarak ikiye ayrılmıştır. Uyumcu içsel para arzı görüşü taraftarlarına göre kredi para arzı içsel olarak firmaların çalışma sermayesi ihtiyaçlarındaki artış sonucunda ortaya çıkar. Dolayısıyla bankaların varlık ve yükümlülükleri, para yaratma sürecini tanımlamada kullanılmaktadır. Uyumcu iktisatçılar, kredi paranın varlığının, modern parasal teorinin yapısını ve işleyişini nasıl değiştirdiğiyle ilgilenmektedirler.

Yapısalcı içsel para arzı görüşü ise para arzının içselleşme sürecinde rol oynayan finansal kırılmalıklar, merkez bankalarının ekonomideki rolü, finansal yenilikler, bilişim ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler ve finansal küreselleşme gibi faktörleri ele alarak para arzının içselliği yaklaşımına farklı bir boyut kazandırmıştır.

**Yapısalcılarla uyumcular arasındaki tartışma hem teorik hem de politik nedenlerle önemlidir. Post Keynesyenler için içsel para arzı görüşü, merkez bankasının rolünü, diğer finansal kuruluşları ve finansal yeniliklerin teorik olarak ortaya konulabilmesi nedeniyle daha da önem kazanmıştır.**

**Bu çalışmada para arzının içselliği konusu teorik olarak ele alınmış, Türkiye’de 1980 öncesi ve sonrası finansal piyasalardaki gelişmeler incelendikten sonra, Türkiye’de kredilerden mevduatlara doğru nedensellik ilişkisi araştırılmıştır.**

**Anahtar Kelimeler:** Para Arzı İçselliği, Post Keynesyen Teori, Finansal Yenilikler, Granger Nedensellik Testi

## **ABSTRACT**

### **Master Thesis**

### **Money Supply Endogeneity in Turkey: An Econometric Study**

**Vildan Saba AKTOP**

**Dokuz Eylül University**

**Institute of Social Sciences**

**Department Economics**

**General Economics Program**

**The conventional money demand literature has treated the money supply as exogenous given. It is well known, however, that some endogeneity of the money supply arises due to financial innovations and endogenous monetary policy. The evolving Post Keynesian endogenous approach to money offers a clear alternative to the Orthodox, neoclassical approach.**

**Over the last two decades, work on the Post Keynesian theory of endogenous money has flourished, and has prompted a rethinking of complex nature of money in modern economies. There are many differences between accommodationist and structuralist approaches in Post Keynesian Theory. According to the accommodationist approach, the credit-money supply responds endogenously to changes in firms' demand for working capital.**

**Structuralists separate from accommodationists because structuralists take note of the financial instability, the role of Central Bank in the economy, financial innovations, financial liberalisation and development of the information-communication Technologies. According to the structuralists these factors contribute positively to the endogenous money creation process.**

**The discussion between structuralists and accommodationists may be important for both theoretical and policy reasons. Overall, showing that money is endogenous is important in particular for Post-Keynesians, since it will help**

**to put the role of Central Banks and other monetary institutions, as well as financial innovations, in their theoretical perspective.**

**This study examines the money endogeneity process theoretically and progress in the financial area, especially after 1980s in Turkey. This study is aimed to explore the causality between bank credit and deposits in Turkey for the period 1986-2009.**

**Key Words:** Money Supply Endogeneity, Post Keynesian Theory, Financial Innovations, Granger Causality Test

## İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI.....	ii
YEMİN METNİ .....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
TABLolar LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### PARA ARZININ İÇSELLİĞİ: TANIM VE TEORİK ÇERÇEVE

1.1. Para Arzının İçselliği: Tanım.....	6
1.2. İktisat Okullarının Paraya İlişkin Görüşleri ve Para Arzının İçselliği-Dışsallığı Tartışmaları .....	7
1.3. Para Arzının İçselliği Yaklaşımının Temelleri .....	12
1.3.1. Külçecilik ve Anti-Külçecilik Tartışması .....	13
1.3.2. Nakit Okulu ve Bankacılık Okulu Tartışması .....	14
1.3.3. Parasal Analiz Geleneğinin Katkıları .....	16
1.4. Para Arzı İçselliği Yaklaşımının ve Parasal Analiz Geleneğinin Günümüzdeki Temsilcisi: Post Keynesyen Teori .....	23
1.4.1. Post Keynesyen Teori'nin Belli Başlı Görüşleri ve Temsilcileri .....	23
1.4.1.1. Para ve Üretim .....	25
1.4.1.2. Tarihsel Zaman .....	26
1.4.1.3. Temel Belirsizlik.....	27
1.4.2. Post Keynesyen Teori ve Para Arzının İçselliği Yaklaşımı.....	29
1.4.2.1. Uyumcu İçsellik Yaklaşımı.....	30
1.4.2.2. Yapısalcı İçsellik Yaklaşımı .....	36
1.4.2.3. Uyumcu ve Yapısalcı İçsellik Yaklaşımları Arasındaki Benzerlik ve Farklılıklar.....	42



1.4.3. Post Keynesyen Teoride Bankaların Rolü .....	49
1.4.3.1. Ticari Bankalar ve Merkez Bankası Arasındaki İlişkiler .....	53
1.4.3.2. Ticari Bankalar ve Firmalar Arasındaki İlişkiler .....	57
1.4.4. Post Keynesyen Teori ve Likidite Tercihi Teorisi .....	59
1.4.5. Post Keynesyen Teoride Mevduat Arzının Mevduat Talebine Eşitlenmesine Yönelik Yaklaşımlar .....	64

## İKİNCİ BÖLÜM

### PARA ARZININ İÇSELLEŞME SÜRECİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE TÜRKİYE’ DE 1980 SONRASI DÖNEME İLİŞKİN BİR DEĞERLENDİRME

2.1. Para Arzının İçselleşme Sürecini Etkileyen Faktörler .....	67
2.1.1. Dışa açıklık.....	67
2.1.2. Finansal Küreselleşme .....	70
2.1.3. Merkez Bankasının Ekonomideki Rolü .....	75
2.1.4. Bilişim ve İletişim Teknolojilerindeki Gelişmeler.....	78
2.1.5. Finansal Yenilikler .....	82
2.1.5.1. Finansal Yeniliklerin Farklı Biçimleri .....	83
2.1.5.1.1. Ödeme Sistemindeki Yenilikler .....	83
2.1.5.1.2. Finansal Tekniklerdeki Yenilikler.....	85
2.1.5.1.3. Yeni Finansal Araçlar .....	87
2.1.5.2. Finansal Yenilikler ve Para Arzı Üzerindeki Etkileri .....	89
2.1.6. Kredi Tayinlaması.....	97
2.1.7. Finansal Kırılganlıklar .....	100
2.1.8. Para İkamesi ve Para Arzının Kontrolüne Dayalı İstikrar Programları	104
2.2. 1980 Sonrası Dönemde Türkiye’de Finansal Sistem .....	107
2.2.1. 1980-1990 Dönemi .....	108
2.2.2. 1990-2000 Dönemi .....	110
2.2.2.1. 1990-2000 Arası Dönemde Finansal Gelişmeler .....	110
2.2.2.2. 1990’lu Yıllarda Para Politikası .....	114
2.2.3. 2000 Sonrası Dönem.....	115
2.2.3.1. 2000 Yılı İstikrar Programı .....	115

2.2.3.2. Kasım 2000 Likidite Krizi .....	117
2.2.3.3. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı.....	120
2.2.3.4. Açık Enflasyon Hedeflemesinden Günümüze Parasal Gelişmeler	124
2.2.3.5. 2000 Sonrası Dönemde Finansal Piyasalardaki Gelişmelerin Değerlendirilmesi.....	125
2.3. Para Arzındaki Değişmelere ve Finansal Yeniliklere İlişkin Göstergeler .....	130
2.3.1. Parasal Göstergeler.....	130
2.3.2. Finansal Yeniliklere İlişkin Göstergeler .....	133

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### EKONOMETRİK UYGULAMA

3.1. Para Arzı İçselliği Konusunda Yapılan Amprik Çalışmalara Yönelik Literatür Taraması ve Kullanılan Farklı Ekonometrik Yöntemler.....	138
3.2. Ekonometrik Yöntem: Koentegrasyon Analizi.....	141
3.3. Veri Seti .....	143
3.4. Amprik Bulgular ve Değerlendirilmesi.....	144
3.4.1. Birim Kök Testinin ve Engle-Granger İki Aşamalı Modelleme Yöntemi (EGM) Sonuçları.....	145
3.4.2. Granger Nedensellik Testi (Hsiao Versiyonu).....	148
SONUÇ .....	151
KAYNAKÇA.....	159

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<b>ŞEKİL 1:</b> Yatay Para Arzı Eğrisi.....	31
<b>ŞEKİL 2:</b> Pozitif Eğimli Para Arzı Eğrisi.....	37
<b>ŞEKİL 3:</b> Para Yaratma Sürecinin Grafikselsel Gösterimi.....	43
<b>ŞEKİL 4:</b> Ekonominin Genişlemesi:Durum A .....	47
<b>ŞEKİL 5:</b> Ekonominin Daralma Aşaması:Durum B.....	48
<b>ŞEKİL 6:</b> Basitleştirilmiş Bankacılık Sistemi ve Merkez Bankası Bilançosu.....	55
<b>ŞEKİL 7:</b> Merkez Bankasının Tepki Fonksiyonu:Yatay Para Arzı Eğrisi.....	56
<b>ŞEKİL 8:</b> Kalecki'nin Artan Risk Prensipleri.....	58
<b>ŞEKİL 9:</b> Kredi Rasyosu: Nominal ve Efektif Talep.....	59
<b>ŞEKİL 10:</b> Para Piramidi.....	93

## TABLÖLAR LİSTESİ

<b>TABLO 1:</b> Bankacılık Sisteminde Yoğunlaşma Oranları(Yüzde).....	127
<b>TABLO 2:</b> Mevduat ve Kredi Stoku(Milyon TL).....	128
<b>TABLO 3:</b> Toplam Mevduat Vade Yapısı(Yüzde).....	129
<b>TABLO 4:</b> Merkez Bankası Parası (Milyon TL).....	130
<b>TABLO 5:</b> Başlıca Parasal Göstergeler(Milyar TL).....	132
<b>TABLO 6:</b> İnternet Bankacılığı Seçilmiş Göstergeler.....	134
<b>TABLO 7:</b> ATM ve Kart Sayıları.....	135
<b>TABLO 8:</b> EFT Sistemi Verileri.....	136
<b>TABLO 9:</b> ADF Birim Kök Test Sonuçları(Düzey).....	145
<b>TABLO 10:</b> ADF Birim Kök Test Sonuçları (1.Farklar).....	145
<b>TABLO 11:</b> Phillips Peron Birim Kök Testi.....	146
<b>TABLO 12:</b> Zivot- Andrews Birim Kök Testi.....	146
<b>TABLO13:</b> Uzun Dönem Model Parametre Tahmin Sonuçları.....	147
<b>TABLO 14:</b> Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları.....	147
<b>TABLO 15:</b> Final Prediction Error(ERM) Yöntemine göre Mevduat ve Kredi Arasındaki Nedensellik İlişkisi Sonuçları.....	149

## KISALTMALAR LİSTESİ

<b>ATM</b>	Authomatic Teller Machine (Otomatik Vezne Makinesi)
<b>BDDK</b>	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>BIS</b>	Bank of International Settlements (Uluslararası Ödemeler Bankası)
<b>BKM</b>	Bankalararası Kart Merkezi
<b>CDO</b>	Collateralized Dept Obligations (Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri)
<b>CDS</b>	Credit Default Swap (Kredi Temerrüt Swap)
<b>CLN</b>	Credit Linked Notes (Kredi İlişkili Borç Senetleri)
<b>EFT</b>	Elektronik Fon Transferi
<b>EFTPOS</b>	Satış Noktasından Elektronik Fon Transferi
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>M1</b>	Dar Kapsamlı Para Arzı (Dolaşımdaki Para+Vadesiz Mevduat)
<b>M2</b>	Geniş Kapsamlı Para Arzı (M1+Vadeli Mevduat)
<b>M3</b>	M2+Resmi Kuruluşların Mevduatları+Merkez Bankasındaki Diğer Mevduatlar
<b>L</b>	Likidite
<b>POS</b>	Point of State (Satış Noktası Terminali)
<b>PPK</b>	Para Politikası Kurulu
<b>REPO</b>	Repurchase Agreement
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>TBB</b>	Türkiye Bankalar Birliği
<b>TRS</b>	Total Revenue Swap (Toplam Gelir Swapı)
<b>TMSF</b>	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

## GİRİŞ

İktisat teorisinde en çok tartışılan alan para teorisi ve para teorisi içerisinde en çok tartışılan konu para içselliği konusudur. Para arzının içselliği ve dışsallığı konusunda iktisat okulları farklı görüşlere sahiptir. Para arzının içsel veya dışsal olması konusu, finansal sistemdeki ve reel ekonomideki iktisadi karar birimlerinin ve kurumların karşılıklı ilişkilerine bağlı olarak ele alınmaktadır. Bu bağlamda finansal sistemdeki kurumların, bankaların ve firmaların birbiriyle nasıl bir bağlantı içinde olduğu gibi konular, para arzının içselliğini ya da dışsallığını belirlemektedir. Ayrıca iktisatçıların, bir bütün olarak ekonomik sistemi, özel olarak da finansal sistemi ve bu sistem içerisindeki karar birimlerini nasıl algıladığı ve iktisadi süreçleri nasıl kavramlaştırdığı da para arzının içselliği-dışsallığı konusunda önem arz etmektedir. Parasal mekanizmaların sadece fiyatlar genel düzeyini etkilediğini, yatırımların ve reel ekonominin işleyişinin finansal sistemden bağımsız olduğunu ileri süren görüş para arzını dışsal olarak kabul etmektedir. Yatırımların gerçekleşmesi ile finansal sistemin iç içe geçtiği yani finansal sistemden elde edilecek krediler olmadan gelir yaratıcı iktisadi faaliyetler gerçekleştirilemeyeceği şeklindeki görüş ise para arzını içsel olarak kabul etmektedir.

Birçok iktisat okulu, analizlerine para arzının içselliğini katmışsa da söz konusu içselliği kredi talebi üzerinden inceleyen ilk düşünce okulu Post Keynesyen iktisat okulu olmuştur. Bunun yanı sıra para arzı yaklaşımını başlı başına bir teori olarak inceleyen yine modern Post Keynesyen iktisat okulu olmuştur. Bununla birlikte, Merkez bankasının para arzını dışsal biçimde kontrol edemeyeceğini iddia eden Post Keynesyen içsel para yaklaşımında para arzının nasıl bir içsellik içerdiği konusunda fikir ayrılıkları vardır. Yani tartışmanın bir boyutunu paranın içsel mi yoksa dışsal mı olduğu şekillendirirken diğer bir boyutunu da bu içselliğin nasıl ortaya çıktığını belirlemektedir.

Parayla ilgili hakim teoride, genellikle para talebinde bulunmaya yol açan güdüler ve olası etkileri araştırılmaktadır ve para arzı, parasal otorite tarafından bağımsız olarak alınan kararların sonucu olarak ortaya çıkan para stoku olarak

düşünülür. Para arzı içselliği, Post Keynesyen iktisadın ayırıcı özelliklerinden birisini oluşturmasının yanı sıra, bu okulun neo klasik iktisada yönelttiği en önemli eleştirilerden de birisidir. Bununla beraber, Post Keynesyen iktisatçılar arasında para arzının içselliğinin kaynağı konusunda kesin bir görüş birliği yoktur. Örneğin, bir grup Post Keynesyen iktisatçı, para arzının kaynağının banka sistemi olduğunu savunmakta, ancak banka sisteminin yetersiz fonlara sahip olduğu durumlarda, finansal piyasaların istikrarını düşünen merkez bankasının gerekli fonları banka sistemine sağlayacağını düşünmektedir. Bir başka grup ise, banka sisteminin yanı sıra, finansal piyasalardaki yenilikçi uygulamalar sayesinde merkez bankasının kısıtlayıcı politikalarının aşıldığını savunmaktadır. Bu ayırım uyumcu para arzı içselliği ve yapısalıcı para arzı içselliği yaklaşımları olarak ifade edilmektedir. Uyumcu içsellik kavramı, banka sisteminin yetersiz kaldığı durumlarda merkez bankasının para arzını artırma yoluyla ekonomik faaliyet düzeyinin devamını sağlayacağına ilişkindir. Öte yandan yapısalıcı içsellik kavramı ise, para arzının finansal sistemin yapısının değişmesi yoluyla gerçekleşebileceğini ifade etmektedir.

İçsel para arzı yaklaşımında piyasanın kendi içsel mekanizmaları paranın(kredi paranın) yaratılmasına neden olmaktadır. Piyasada bu bağlamda çok sayıda para bulunmaktadır. Ancak paralar arasında belli bir hiyerarşi vardır. En üst tepede devletin kredi parası olan fiat para bulunmaktadır. Piyasadaki diğer paraların da kullanılması için devletin bu paraların fiat paraya konvertibilitesini kabul etmesi gerekmektedir. Piyasalarda paranın bazı fonksiyonlarını yerine getiren çok sayıda nesnenin para olarak kabul edilmesinin nedeni, paranın sosyal yönüdür. Bu bağlamda para sosyal bir anlaşmadır. İktisadi ilişkilerde bireyler, hangi tür nesnelere ya da anlaşmaların para yerine geçeceği üzerinde anlaşmaya varmışlarsa, o nesne para olarak kullanılır. Ancak bütün paraların devlet parasına konvertibl olduğuna dair bireyler arasında genel bir kabulün olması gerekir. Parasal kapitalist ekonomilerde para, ekonomi içerisinde gerçekleşen finansal ilişkiler ve sermaye varlıklarına yönelik çeşitli tercihler neticesinde ortaya çıkan bir yükümlülüktür. Sermaye varlıklarına yönelik çeşitli tercihler ve devam eden yatırımların finansman ihtiyaçları, paranın ortaya çıkmasına, aynı zamanda paranın içsel bir değişken haline gelmesine neden olmaktadır. Kapitalist ekonomilerde para, ekonomilere dışsal olarak

enjekte edilemez. Kapitalist üretim ilişkileri içerisinde içsel olarak yaratılan para, kredi paradır.

Para arzının içselleşme sürecinde bankaların davranışlarının önemli rolü vardır. Ticari bankaların firmalarla olan ilişkileri bu açıdan önem taşımaktadır. Yatırımların başlatılması için gerekli finansman büyük ölçüde bankalardan elde edilmektedir. Bankalar temel olarak para sermaye ile üretken sermaye<sup>1</sup> arasında bir köprü işlevi gören kurumlardır. Bankalar, biriktirdikleri fonları ekonominin üretim kesimine aktararak para sermayenin oluşmasına neden olur. Para sermaye üretim sürecinin sonunda meta sermayeye dönüşür ve meta sermaye de piyasada satılarak tekrar para biçimine döner. Dolayısıyla kapitalist parasal üretim ekonomisinde bankalar iktisadi sistemin kendisini devam ettirmesi açısından çok önemli bir noktada bulunmaktadır. Firmalar bankadan aldıkları kredilerle üretim sürecini başlatacak ve üretim faktörlerine ödemelerde bulunacaktır.

Bankaların ve diğer finansal kurumların bir takım yeniliklere gitmesi para arzını içselleştirmektedir. Yeni finansman teknikleri, portföy içerisinde yeni varlıkların yaratılması, bankaların pasif yönetimini ön plana çıkarmaları gibi gelişmeler finansal yenilik kapsamında düşünülen gelişmelerdir. Sistem içerisinde bu tür yeniliklerin oluşması bankaların kârlılıklarını artırmak istemelerinin bir sonucudur. Bu tür gelişmeler, kendilerine yönelik kredi taleplerini karşılamalarında bankaları oldukça rahatlatmış ve bankalar tarafından paranın içsel olarak yaratılmasının önünü açmıştır.

Bu çalışmanın amacı para arzının içselliği konusundaki teorik tartışmalardan yola çıkarak ve Türkiye'deki finansal gelişmeleri de dikkate alarak para arzının içselleşme sürecini etkileyen faktörleri incelemek ve Post Keynesyen teoride üzerinde durulan mevduat kredi ilişkisini ampirik olarak incelemektir.

---

<sup>1</sup> Üretken sermaye, üretimin finansmanında kullanılan sermaye birikimidir. Üretken sermaye yeni yatırımlar ve üretime yönelmektedir. Bankaların geleneksel faaliyet alanı üretken sermayeye kredi sağlamaktır.



Çalışmanın birinci bölümünde para arzının içselliği yaklaşımına teorik bir çerçeve çizilmiştir. Para arzının içselliğinin tanımı yapıldıktan sonra farklı iktisat okullarının para arzının içselliği-dışsallığı ile ilgili görüşleri ortaya konmuştur. Para arzının içselliğiyle ilgili tartışmaların temellerini oluşturan Külçeci ve Anti-Külçeci tartışmalar ve daha sonrasında Nakit Okulu ve Bankacılık okulu arasındaki tartışmalara yer verilmiştir. Parasal geleneğe sahip olan iktisatçıların para arzının içselliği ile ilgili görüşleri, Keynes'in para arzının içselliğiyle ilgili farklı ve birbiriyle çelişen görüşleri ve bu farklılıklardan kaynaklanan tartışmalar ele alınmıştır. Para arzı konusunda yapılan en önemli çalışmalara sahip olan Post Keynesçi teorinin öne çıkan kavramları olan üretim ekonomisi, tarihsel zaman ve temel belirsizlikle ilgili bilgiler verilmiştir. Post Keynesyen teoride yer alan uyumcu içsellik yaklaşımı ve yapısalcı içsellik yaklaşımı hakkında ayrıntılı olarak incelenmiş sonrasında ticari bankaların, merkez bankası ve firmalarla olan ilişkisi çerçevesinde para arzının içselliği ele alınmıştır.

İkinci bölümde para arzının içselleşme sürecini etkileyen faktörler ele alınmıştır. Bu bağlamda dışa açıklık, finansal küreselleşme, bilişim ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, finansal yenilikler, finansal kırılganlıklar, kredi tayinlaması ve para ikamesi olgusu ile para arzının kontrolüne dayalı istikrar programları hakkında kısa bilgiler verilmiş ve daha sonrasında bunların para arzının içselleşme süreci üzerindeki etkileri farklı açılardan incelenmiştir. Ayrıca Türkiye ekonomisinde finansal piyasalardaki gelişmeler, 1980 sonrası dönem için belirli alt dönemler halinde ele alınmıştır. Bu incelemenin nedeni finansal piyasalarda meydana gelen değişimlerin para arzının içselleşme sürecini nasıl etkileyebileceğinin ortaya konulmasıdır. Bunun için de 1980 sonrası süreçte her bir alt dönem için Türkiye ekonomisi açısından önem arz eden para piyasalarındaki ve finansal piyasalardaki gelişmeler, krizler, uygulanan istikrar programları ve diğer gelişmeler ele alınmıştır. Söz konusu incelemeyi önce 1980 öncesi dönem kısaca değerlendirilmiştir.

Üçüncü bölümde, ekonometrik uygulama kısmında bankaların verdikleri kredilerin para arzı üzerindeki artırıcı etkisi olup olmadığı, 1986-2009 dönemleri için

araştırılmıştır. Bankacılık kesimi kredi stoku ile mevduatlar arasındaki nedensellik ilişkisi Koentegrasyon yöntemi kullanılarak sorgulanmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### 1. PARA ARZININ İÇSELLİĞİ: TANIM ve TEORİK ÇERÇEVE

Literatüre bakıldığında para arzının içselliği ve dışsallığı konusunda birçok farklı görüşün ortaya atıldığı görülmektedir. Bu görüşlerin bazıları para arzının dışsal olduğunu kabul ederken, bazıları ise para arzının içsel olduğunu ve para arzının ekonominin kendi dinamikleri tarafından içsel olarak yaratıldığını ortaya koymakta ve para arzını içselleştiren süreçler üzerine odaklanmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde içsel para tanımlandıktan sonra para arzının içselliğine teorik bir çerçeve çizilecektir.

#### 1.1 Para Arzının İçselliği: Tanım

Para arzının içselliği, paranın ekonominin kendi işleyişi tarafından belirlenmesidir. Finansal piyasalar içinde içsel olarak ortaya çıkan güçler para arzı büyüklüklerindeki değişmelerin ana belirleyicisidir(Pollin, 1996:494). Buradan yola çıkarak içsel para teorisi, para arzının nasıl ve ne biçimde ortaya çıktığını incelemektedir.

Modern içsel para teorisi, para arzının ekonominin işleyişinden bağımsız olarak tamamen merkez bankası tarafından belirlenmiş bir araç olması durumunu diğer bir deyişle para arzının dışsallığını ve para arzının reel ekonomik büyüklükleri veya ilişkileri etkilemeyeceği şeklindeki görüşleri reddetmektedir. Para arzının içselliğiyle ilgili görüşe göre paranın yaratılması sürecinde parasal otoritenin para arzı üzerindeki kontrolünü zayıflatan faktörler, para arzını içselleştirmektedir. Para arzı düzeyinin ekonomik işleyişin kendi dinamiklerine bağlı olarak belirlenmesi durumunda para arzını dışsal kabul ederek para arzının denetimi üstüne inşa edilen para politikaları yetersiz kalacaktır.

Reel analiz geleneğinde para, ekonomik sisteme dışardan verilen dışsal bir değişken olarak ele alınırken yani para arzı dışsal iken, parasal analiz geleneğinde

para, üretim ve yatırımları finanse etmek için sistem içinde belirlenen içsel bir değişken olarak analiz edilmektedir yani para arzı içseldir(Işık, 2004:37). Bu iki gelenek arasındaki paranın içselliği ve dışsallığı konusundaki farklılık, paraya ekonomi içerisinde verilen rolle ve paranın yanlı ya da yansız olarak ele alınmasıyla yakından ilgilidir.

## **1.2 İktisat Okullarının Paraya İlişkin Görüşleri ve Para Arzının İçselliği-Dışsallığı Tartışmaları**

Parayla ilgili temel yaklaşımlar arasında köklü farklılıklar söz konusudur. Farklılıkların temelinde paranın sadece değişimi kolaylaştırmak için kullanılan ve ekonomik süreci etkilemeyen bir araç olarak mı yoksa parasal bir ekonominin tamamlayıcı bir unsuru olarak mı ele alınacağı konusu yatmaktadır. Schumpeter(1954: 277), parasal düşünce tarihinde reel analiz ve parasal analiz olarak adlandırdığı iki gelenek arasında ayırım yapmaktadır. Reel analiz olarak adlandırılan birinci görüş; Neo Klasik, Moneterist, Yeni Klasik ve Yeni Keynesyen iktisatçıları paranın yansız olduğu ve reel ekonomik faaliyetlerde sadece bir araç olduğu, parasal faktörlerin ekonomide bir etkisinin olmadığı görüşünde birleştirmektedir. Bu iktisatçılara göre uzun dönemde ekonominin reel ve parasal yönleri birbirinden bağımsızdır. Para kısa dönemde ekonomide etkilidir ancak ekonomide istikrarsızlıklara ve dalgalanmalara neden olmaktadır(Rochon, 2006: 4). Parasal analiz geleneğinde paranın sadece bir araç olduğu ve ekonomide bir etkisinin olmadığı yönündeki görüş reddedilmektedir. Keynes, Marx, Schumpeter ve Post Keynesyen iktisatçılar paranın ekonominin ayrılmaz bir parçası olduğunu ve paranın analizlere dahil edilmesi gerektiğini savunmaktadırlar. Parasal analiz geleneğinde yer alan iktisatçılara göre ekonomiyi özellikle makro ekonomiyi; para kavramını, paranın yaratılma sürecini ve paranın üretim ve gelirle olan bağlantısını kurmadan kavrayabilmek imkansızdır(Rochon, 2006: 4).

Reel analiz geleneğinde olan Klasik ve Neo Klasik iktisatçılar parayı yansız olarak ele almıştır. Para sadece bir maldan vazgeçme karşılığında elde edilen paranın

başka bir mal anlamında kullanılmasıyla trampa ekonomisinin zorluklarını giderici aracı bir fonksiyon olarak düşünülmüştür. Bu düşünce daha sonra sistematik bir biçimde kapitalizmde paranın yansız (nötr) olduğu sonucuna varılmasına neden olmuştur(Uygur, 2005: 130). Ekonomiye dışsal olan paranın miktarı, eğer yeteri kadar kontrol edilirse ekonomide gözlemlenen bir dizi olumsuz eğilim kendiliğinden önlenmiş olur. Çünkü ekonomide doğal olarak varolan ya da rasyonel bireylerin kararıyla inşa edilen denge durumunun ancak dışsal olarak tanımlanan paranın miktarında gözlemlenen oransız değişim ile bozulacağı varsayılmıştır. Bu durum ise paranın dışsal olduğu varsayımından hareketle paranın temel belirleyicisi olan siyasi otoritelere büyük görev düştüğü yönünde bir vurgulamayla şekillenmiştir. Dışsal olan paranın miktarı eğer ekonominin doğal seyrine uygun olarak artırılırsa, ekonomi denge koşulunu sürdürmeye devam edecektir.

Reel analiz geleneğinde yer alan ve para arzını dışsal olarak kabul eden Paracı Okul, parayı ekonomik faaliyetlerde sadece bir araç olarak tanımlamıştır<sup>2</sup>. Parasalcı iktisatçıların ekonominin sürekli denge üreten bir mekanizmaya sahip olduğu varsayımı, ekonomik sisteme dışsal olduğu belirtilen paranın önemini artırmıştır(Uygur, 2005: 208). Paracı teoride ekonominin dengede olduğu varsayımı ve bu dengenin ancak dışsal bir değişken tarafından bozulacağı düşüncesi, ekonomide dışsal bir değişken olan para arzını ön plana çıkarmaktadır.

Ancak para arzının bu şekilde önem kazanması, paranın sistem için önemli olduğu anlamına gelmemektedir. Genel mantık içinde para sadece simge, işaret olarak tanımlanırken ve reel ekonominin parasal değişkenlerden etkilenmediği vurgulanırken, para arzındaki süregelen artış oranındaki yükselişin, mal ve hizmet fiyatlarındaki artışın temel belirleyicisi olarak kabul edilmesi çelişki yaratmıştır. Parayı işlevsiz olarak tanımlayan Paracı görüş daha sonra paranın ekonomide yarattığı olumsuz etkilerden söz etmesi, paranın bazı işlevlerinin olduğu yönünde örtük de olsa bir sonuca varmaktadır(Uygur, 2005: 209). Bunun yanı sıra Paracı görüşün para arzının dışsal olduğu yönündeki vurgusuyla paranın miktar teorisi yakından ilgilidir. Paranın miktar teorisi ekonominin sürekli dengede olduğunu varsayımından hareketle, ekonomide gözlemlenen dengesizliklerin dışsal bir

---

<sup>2</sup> Paracılar göre, beklenti hataları nedeniyle para kısa dönemde yanlıdır. Beklenti hatalarının düzeltilmesiyle uzun dönemde yansız hale gelmektedir.

değişken olan para arzının kontrolündeki yetersizliklere bağlı olduğunu göstermesi açısından önemli bir içeriğe sahiptir.

Para arzını dışsal olarak ele alan ve beklentiler konusunda iktisat bilimine yenilik getiren Yeni Klasik okul, reel değişkenlerden hareket eden bireylerin dünyasında paranın yansız, nötr olduğunu ve reel değişkenler üzerinde bir etkisinin olmadığını düşünmektedir. Ekonomide dengeyi bozucu bir etki varsa, bunun tamamen parasal bir ekonomiden kaynaklandığı düşünülmüştür. Paranın reel değişkenler üzerindeki etkisi, ekonomiye girişi tarafından belirlenmekte; fakat bu etki bireylerin parasal değişkenlerle ilgili yeterli bilgilere sahip olup olmamasına bağlı olmaktadır. Burada ise genelde bireylerin beklentilerinde hatalı sonuçlara varmalarının tesadüfi olduğu yani hataların sistematik olmadığı düşüncesi<sup>3</sup> önem kazanmaktadır( Uygur, 2005: 215). Hataların sistematik olmaması üzerine yapılan vurgunun nedeni, piyasanın sürekli dengede tutulması için para politikasını öne çıkarmak ve ekonomiye dışsal olan, ekonomi üzerinde oldukça olumsuz etkileri olan para arzının kontrolü üzerinde yoğunlaşmaktır.

Neo Klasik Keynesyen sentez, Paracı makro teoride olduğu gibi para arzını, para otoritelerinin kontrolünde dışsal bir değişken olarak ele almıştır. Keynes'in dengesizlikler, belirsizlikler, beklentiler üzerine kurulu teorisi yeniden "denge kavramı" çerçevesinde yorumlanmıştır. J.Hicks 'in 1937 yılında yazdığı "Keynes ve Klasikler: Bir Öneri ve Yorum" adlı makalede Keynes'in gerçek temellerinden kopartılması ile yapılan yeni yorumunda, para ile yakın ilişkisi olan fiyatlar ve ücretlerin sabit olduğu ve en önemlisi faizdeki değişmelerin reel olduğu belirtilerek paranın ekonomiye dışsal olacağı bir analizin çerçevesi hazırlanmıştır. Hicks analizinde parayı mal para olarak tanımlamıştır ve paraya sadece onu elinde bulunduranlar açısından bir aktif gözüyle bakmıştır(Bootle, 1986: 12).

Bununla birlikte Parasal analiz geleneğinde yer alan iktisatçılar, paranın temel olduğu bir ekonomik sistemde üretimin gerçekleşmesi ve finansmanını, parasal kaynaklara dayandırmaktadır. Bu bağlamda para, ekonomik sisteme müdahale aracı

---

<sup>3</sup> Hataların sistematik olmamasının anlamı birbirlerini izleyen beklenti hatalarının birbirleriyle ilişkili olmamalarıdır.

olarak giren bir araç olmaktan ziyade harcamaları finanse etmek amacıyla yaratılan bir araç olarak ele alınmaktadır. Dolayısıyla paranın rolüne ilişkin reel analiz ile parasal analiz arasındaki yaklaşım farklılığının temel nedeni, reel analizin mal parayı kullanan ekonomilere dayanırken parasal analizin kredi parayı kullanan parasal ekonomilere dayanmasıdır. Parasal analiz geleneğindeki iktisatçılardan biri olan Keynes, paranın yansız olduğu şeklindeki egemen görüşü eleştirmiştir. Egemen iktisat yazınının en zayıf olduğu nokta paranın A. Smith'ten itibaren sadece bir işaret/simge olarak ele alınıp analiz edilmesidir. Keynes, egemen iktisat yazınına en zayıf olduğu noktadan eleştirmeye açmış ve ekonomik analizin hemen hemen tümünü para kavramı üzerine kurmuştur. Çünkü Keynes'e göre para, ekonomik birimlerin karar almaları ve davranışlarında geliştirdikleri çeşitli motiflerinde temel belirleyici işleve sahiptir. Bu nedenle Keynes parasal bir iktisatçıdır( Davidson, 1977: 276). Keynes genel olarak çalışmalarında para arzını dışsal bir değişken olarak ele almıştır. Ancak Keynes'in yapmış olduğu finansman güdüsüyle para talebi tanımı, para arzı düzeyinin ekonomik işleyişin kendi dinamikleri içinde içsel olarak belirleneceğini ortaya koymuştur<sup>4</sup>.

Parasal gelenek içerisinde yer alan Marx, parayı üretim ve yatırımları finanse etmek için sistem içinde belirlenen içsel bir değişken olarak analiz etmektedir. Para, tamamen kapitalist üretimle beraber gelişir, kapitalist sistem içinde gelişen mal üretimi ile ilişkilidir. Eğer para kapitalist mantığın altında yatan mal üretimi nedeniyle ortaya çıkıyorsa ve geliyorsa para arzı içseldir. Marx'a göre parasal (kapitalist) ekonomilerde reel ve parasal sektörler birbirlerinden ayrı olarak analiz edilemezler. Marx, kapitalist üretim sürecinde üretimin amacının mal ve hizmetlerin satışı sonucunda kâr elde etmek olduğunu ileri sürmektedir. Kapitalistlerin amacı, üretimin üretimle satın alınması değil, mal kapitalini para kapitaline dönüştürmek ve böylece kâr elde etmektir. Dolayısıyla kapitalist üretim, alınan borçları ödemek ve nihai olarak kâr elde etmek için piyasaya mal üretmek olduğundan para, kapitalist ekonomide önemli bir unsur olmaktadır(Işık, 2004: 26).

---

<sup>4</sup> Keynes'in para arzı içselliği-dışsallığıyla ilgili birbiriyle çelişen görüşleri ve bu görüşlerden yola çıkarak Post Keynesyen iktisatçıların arasındaki tartışmalar ileriki bölümlerde "Parasal Analiz Geleneğinin Katkıları" başlığı altında detaylı olarak incelenecektir.

Post Keynesyen iktisatçıların para konusundaki katkısı, paranın içselliği olarak bilinen bakış açısını geliştirmesidir. Post Keynesyen iktisatçılara göre klasiklerin parayı yansız olarak değerlendirmesi, para arzının kamu otoriteleri tarafından kontrol edilebilir ve dışsal olduğu şeklinde algılanmasına neden olmuştur. Post Keynesyenlere göre para, ekonomide önemli bir rol oynamaktadır. Çünkü para bir yandan şimdi ile gelecek arasında bir köprü görevi görerek geleceğin belirsizliğine karşı alınacak önlemleri şimdiden biçimlendirmeye yardımcı olur, diğer yandan üretim süreci sonucunda satış geliri elde edilinceye kadar üreticilerin finansman işlemleri için gereklidir. Para, merkez bankalarının para politikasından daha çok, yatırım yaparak işlerini büyütmek isteyen firmaların ve bu bankalara kredi verme gayreti içinde olan bankalar tarafından içsel olarak belirlenir (Küçükkalay, 2008: 398 ).

Schumpeter, paranın iktisadi gelişmelerdeki önemini vurgulaması nedeniyle parasal analiz geleneği içerisinde yer almaktadır<sup>5</sup>. Schumpeter, kapitalist bir toplumda paranın dikkate alınmaması durumunda hiçbir iktisadi faaliyetin açıklanamayacağını ileri sürmektedir. Parasal bir ekonomide para sadece değişim aracı olarak ele alınırsa ne iktisadi faaliyetler ne de iktisadi gelişme süreci tam olarak anlaşılabilir. Para arzının ve teknolojik yeniliklerin iktisadi gelişmedeki en önemli özelliği, içsel olarak belirlenmeleridir. Schumpeter'in analizindeki iktisadi gelişmenin yalnızca satın alma gücünün yaratılmasının bir sonucu olarak ortaya çıkması durumunda reel ve parasal analiz arasında bir ayrım yapılmamaktadır (Işık, 2004: 29). Schumpeter, parayı kapitalist ekonominin ayrılmaz bir parçası olarak tanımlayarak özellikle iktisadi gelişme ve konjonktürel dalgalanmalarda paranın önemli bir role sahip olduğunu ileri sürmektedir.

---

<sup>5</sup> Schumpeter iktisadi gelişimi, girişimcilerin yenilikler (inovasyon) yapmasıyla ortaya çıkan üretim yapısındaki kesikli ve niteliksel değişme olarak tanımlamaktadır. Yenilik ise üretim araçlarının öncekinden daha farklı şekilde bir araya getirilmesini ifade edilmektedir. Yenilikler yeni üretim metotlarının üretime sokulması, yeni bir malın üretimi, yeni pazarların açılması, yeni bir hammadde veya doğal kaynağın bulunması veya bir endüstrinin yeniden organizasyonu şeklinde olabilir (Dolanay, 2009: 176)



Yeni Neo Klasik-Keynesyen sentez yaklaşımı<sup>6</sup> para arzını içsel olarak ele almıştır ve IS-LM analizini yeniden ele alarak ve para politikası literatüründeki gelişmelere uygun bir biçimde analitik olarak yeniden inşa etmiştir. Çünkü IS-LM analizine yönelik eleştiriler, parasal hedefleme altındaki günümüz para politikası uygulamaları ve para politikası enstrümanı olarak faiz oranlarını modelleyememesi ve enflasyon hedeflemesi, kredibilite gibi yeni teorik unsurların analizine imkan vermemesi şeklinde sıralanmıştır. Yeni Neo Klasik Keynesyen sentez yaklaşımı para arzında bir artış olmaksızın fiyatlar genel düzeyinde bir yükseliş olmayacağı yönündeki paracı önermeyi kabul etmesine karşın, yaklaşıma ait literatürde sık ifade edilmese de para içsel olarak ele alınmaktadır. İçsel para görüşünü savunması Yeni Neo Klasik-Keynesyen sentezi Post Keynesyen görüşle yakınlaştırmaktadır. Ancak paranın hem kısa hem de uzun dönemde reel değişkenler üzerinde etkili olduğu ve bu bağlamda talebin uzun dönemde de politika aracı olarak kullanılabilceği yönündeki Post Keynesyen yaklaşım Yeni Neo Klasik Keynesyen iktisat taraftarlarınınca paylaşılmamıştır (Lavoie, 2002: 21).

### **1.3 Para Arzının İçselliği Tartışmalarının Temelleri**

Reel analiz geleneğindeki Klasik, Neo Klasik, Paracı, Yeni Klasik iktisatçılar ile parasal analiz geleneği içerisinde yer alan Keynes, Marx, Schumpeter ve Post Keynesyenler arasında ‘para arzının kontrol edilip edilemeyeceği’ konusundaki süregelen tartışmalar, 19. yüzyılda Nakit Okulu ( Currency School) ve Bankacılık Okulu ( Banking School), daha öncesinde ise Külçecilerle Anti-Külçeciler adı verilen gruplar arasında gerçekleşmiş olan tartışmaların yeniden su yüzüne çıkmasıdır (Özgür, 2008: 53). Para arzının içselliğiyle ilgili görüş ayrılıkları incelemeye önce, bu tartışmaların zeminini oluşturan Külçeci ve anti-Külçeciler ile Bankacılık Okulu ve Nakit Okulu arasındaki tartışmalar ele alınacaktır. Bu şekilde modern para teorisindeki para arzının içselliği tartışması, klasik para teorilerinin geliştirildiği dönemden itibaren ele alınarak günümüzdeki tartışmalara ışık tutacaktır.

---

<sup>6</sup> Yeni (Dinamik) IS-LM modeli olarak da adlandırılır. Bu model çok sayıda değişkeni içeren ve beklentileri kapsayan ekonominin davranışlarını tanımlamak için tasarılan bir modeldir.

### 1.3.1 Külçecilik ve Anti-Külçecilik Tartışması

Külçeci ve Anti-Külçeci tartışma günümüzdeki içsel para arzı tartışmalarının temelini oluşturup, Nakit Okulu ve Bankacılık Okulu arasındaki tartışmayla kendisi tekrar göstermiştir. Külçecilik ve Anti-Külçecilik tartışması, İngiltere Merkez Bankası banknotlarının altına konvertibilitesinin askıya alındığı dönemde para teorisi ve politikası hakkındaki tartışmalara verilen addır(Işık, 2004: 39). İngiltere Merkez Bankasının 18. yüzyıldaki İngiltere ve Fransa arasındaki savaşı finanse edebilmek için yaptığı harcamaların altın rezervini bitirmesi nedeniyle, altın ve kâğıt banknotlar arasındaki konvertibilite kısa süreli olarak askıya alınmıştır. Bu süreç içinde yaşanan yüksek enflasyon ve döviz kurunun değer kazanması, merkez bankası politikalarıyla ilgili tartışmaların ortaya çıkmasına neden olmuştur. İngiltere Merkez Bankası altını konvertibiliteye aldığı dönemlerde Külçecilik Anti-Külçecilik tartışmalarının taraflarından birini, İngiltere Merkez Bankasını eleştiren ve altına konvertibiliteyi savunan Külçeciler oluştururken, diğer tarafı ise İngiltere Merkez Bankasının banknotların altına konvertibilitesinin askıya almasını destekleyen Anti-külçecilerdir. 1801 ve 1804 arasında Külçeci olan Walter Boyd (1801) ile Anti-Külçeci olan Francis Baring (1801) arasında başlayan tartışma; basın, parlamento gibi diğer platformlara taşınarak genişlemiştir. Present Boyd, Peter King Frances Horner Thornton ılımlı Külçeciler arasında sayılırken, John Wheatley (1803), David Ricardo gibi ekstrem Külçeciler 1809-11 yılları arasında süren tartışmaya dahil olmuşlardır (Arnon, 2007: 6).

Külçeciler ılımlı ve ekstrem külçeciler olarak ikiye ayrılmışlardır. Ricardo'nun başını çektiği ekstrem Külçecilere göre enflasyonun yükselmesi ve döviz kurunun değer kazanmasının en önemli nedeni, aşırı banknot ihraç eden merkez bankasıdır. Thornton, Maltus ve Black gibi ılımlı iktisatçılara göre kısa dönemde parasal şoklar kadar reel şoklar da döviz kurunu etkileyebilir. Bu gruptaki Külçeciler kurdaki yükselmelerin kısa dönemde aşırı banknot ihracından kaynaklanmayacağını ifade etmekte ancak uzun dönemde ekonomideki başarısızlıkların sorumlusunu merkez bankasının aşırı banknot ihracı olarak görmektedir(Işık, 2004: 42).

Anti-Külçeciler, Külçecilerden farklı iddialar ortaya atmışlardır. Anti-Külçecilere göre döviz kurunun değer kazanmasının nedeni reel yönlüdür. İngiltere’de Pound’un değer kaybetmesinde İngiltere ve Fransa arasındaki savaş için yapılan ödemeler ve ürün kıtlığı nedeniyle ortaya çıkan reel şoklar etkili olmuştur. Bu şekilde Anti-Külçecilerin, merkez bankasının aşırı banknot ihracının mümkün olmayacağı şeklindeki görüşü daha sonra literatürde “Gerçek Senetler Kuramı”<sup>7</sup> olarak adlandırılmıştır(Martino, 2004: 4). Anti-Külçeciler, Gerçek Senetler Kuramını kabul ederek para arzının içselliğini kabul etmişlerdir. Gerçek Senetler Kuramı’na göre bankacılık sisteminin ekonomik karar birimlerine kısa vadeli ticari ve sinai krediler vermesi durumunda enflasyona yol açabilecek şekilde aşırı banknot ihracı ortaya çıkmayacaktır. Merkez bankası uzun vadede aşırı banknot ihraç edebilir ancak burada merkez bankasının banknot rezervlerini kullanacak ne bankalar vardır ne de bankalararası para piyasaları vardır.

### 1.3.2 Nakit Okulu ve Bankacılık Okulu Tartışması

Nakit Okulu-Bankacılık Okulu tartışması, 1821-1844 yılları arasında altın rezervlerinin korunması ve konvertibilitenin sürekliliğinin sağlanması için aşırı ihracın önlenmesiyle ilgili konularda çıkmıştır. Nakit okulunun görüşüne göre mevcut kredi sistemi, pür para sisteminde olduğu gibi çalışırsa enflasyonist aşırı banknot ihracı dolayısıyla enflasyon ortaya çıkmayacaktır(Işık, 2004: 44). Nakit Okulu, Külçeciler ve günümüzdeki Paracı ve Yeni Klasik iktisatçılar gibi para arzını merkez bankasının kontrolü altındaki dışsal bir değişken olarak ele alırken, Bankacılık Okulu, Anti-Külçeciler ve günümüzdeki Post Keynesyenler gibi para arzını içsel olarak ele almışlardır.

İngiltere’de 1821 yılında konvertibiliteye yeniden dönülmüştür. Ancak bazı kesimler, ödemelerin ve konvertibilitenin askıya alınmasından endişe duymuşlardır. Bankalar, bu parasal politikayı takip etmemeye karar vermiştir. Bankaların bu

---

<sup>7</sup> Gerçek Senetler Kuramının kaynağı “Ulusların Zenginliği “ne dayanmaktadır. Smith rekabetçi olan bankaların faaliyetlerinin arka planında altına konvertibilitenin yattığını ortaya koymuştur. Kısa vadeli borçlar, gerçek senetlerle güvence altına alınmaktadır. Üretim, ihraç edilen yeni senetler tarafından finanse edilmektedir.

şekilde hareket etmesini destekleyen Nakit Okulunun ön plandaki savunucuları Mc Culloch, Loyd, Longfield, Torrens'ın Nakit okulu'nun "nakit prensibi" olarak adlandırdıkları görüşlerine göre mevcut altın miktarı karşılığında daha fazla banknot ihraç etme eğilimini kontrol edecek bir mekanizma oluşmaktadır. Banknotlar pür maden sisteminde olduğu gibi değişme gösterirse banknot ihracı sorun çıkarmayacaktır(Langus ve Lipatov, 2001: 8). Nakit Okulunun taraftarların önerileri 1844 yılında yasallaşmıştır ve bankacılık sistemine sıkı kurallar getirilmiştir. Bu yasayla beraber para ihracı ancak %100 altın karşılığı olması durumunda merkez bankası tarafından yapılabilecekti. Bunun yanı sıra İngiltere Merkez Bankasının ihraç bölümü ayrılarak, taşra bankalarının banknot ihracına yönelik kısıtlamalar getirilmiştir.

Bankacılık okulu, Nakit okulunun teorilerini reddederek bankacılık sistemine sıkı kurallar getirilmesini eleştirmiştir. Bankacılık okulunun görüşleri içsel para arzı görüşüyle uyumludur. Çünkü Bankacılık okuluna göre paranın aşırı ihracını önlemek mümkün değildir. "Geri Dönüş Yasası(Reflux Yasası)" olarak adlandırılan yasaya göre, aşırı ihraç edilen banknotlar veya fazladan verilen krediler çeşitli yollarla yine sisteme geri dönecektir. Bunun yanı sıra merkez bankası dış dengeyi sağlamak için yeterli derecede altın rezervine sahip olmalıdır. Herhangi bir kriz anında, altın çıkışları olduğunda ve Ödemeler Bilançosu açığı olması durumunda merkez bankası, sıkı para politikası yerine altın stoklarını kullanarak müdahalede bulunabilir. Dış dengenin sağlanması konusunda, merkez bankasının faiz oranlarını kullanması ve bunun istikrarsızlık yaratacağı eleştirilerine karşı Merkez Bankaları 1914'ten sonra bu görüşü hakim görüş olarak benimsemiştir. Bunun yanı sıra Bankacılık okulunun görüşleri, kredi kullanımıyla finanse edilen harcamaların üzerinde durması ve dolaşımdaki para miktarının ticari faaliyetler tarafından belirleneceğini vurgulaması nedeniyle para arzının içselliği görüşüyle uyumludur(Langus ve Lipatov, 2001: 8).

### 1.3.3 Parasal Analiz Geleneğinin Katkıları

Parasal Analiz içinde yer alan Keynes'in para ile ilgili görüşleri para arzının içselliği yaklaşımı içerisinde önemli bir yer tutmaktadır. Ancak Keynes'in yaptığı çalışmalarda para arzının içselliği-dışsallığı konusunda birbiriyle çelişen birçok ifade bulunmaktadır. Bu durum özellikle Post Keynesyen iktisatçıların kendi aralarındaki tartışmaların çıkış noktası olmuştur. Keynes'in para arzının içselliği yaklaşımında para arzı, piyasa aktörleri tarafından belirli bir kredi talebi aracılığıyla belirlenmektedir. Merkez bankaları ve bankalar bu kredi talebini karşılar ve böylece genişleyen kredi yatırımı artırır, üretim ve gelir artar, artan gelir tasarrufları artırır ve bu tasarruflar bankacılık sistemine geri döner. Para arzı süreciyle ilgili bu açıklama Keynes'in yatırım-tasarruf ilişkisiyle ilgili görüşünde oldukça iyi bir biçimde şekillenmektedir.

Keynes Genel Teori'de aslında para arzının sistemdeki dışsal değişkenlerden biri olduğunu açıkça belirtmektedir ve para arzının para basılarak artırılmasıyla banka kredilerindeki yükselme neticesinde artışı arasında bir fark olmadığını vurgulamaktadır yani para arzının para otoriteleri tarafından dışsal olarak belirlendiği fikrini savunmaktadır. Ancak Genel Teori(The General Theory of Employment, Interest and Money ) sonrasında tartışmaya açtığı finans güdüsüyle para talebi<sup>8</sup> kavramı, Keynes'in analizinde para arzını içsel hale getirmiştir. Keynes, finansman güdüsüyle para talebindeki artışların faiz oranlarını artırıcı yönde baskı yaratmayacağı görüşünü açıklarken, bankaların müşterilerine sunduğu finansman olanaklarının varlığına dikkat çekmektedir. Bu finansman olanaklarının varlığı M1 gibi parasal büyüklüklerin ekonomideki para arzını açıklama gücünü azaltmaktadır. Keynes'in bankacılık sistemini bu şekilde ele alması para arzını içsel olarak ele aldığı göstermektedir(Togay, 1998a: 133-144). Keynes finans güdüsüyle para talebini açıklayarak ekonomik faaliyet düzeyinin belirlenmesinde bankalara önemli bir rol vermektedir; oysa ki Genel Teoride bankacılık sektörüne bu kadar yer vermemiştir. Finans güdüsüyle para talebi arttığı zaman bankaların müşterilerine

---

<sup>8</sup> Keynes, finansman güdüsüyle para talebini girişimcilerin yatırımları gerçekleştirmek amacıyla geçici olarak ellerinde bulundurdukları para olarak tanımlamıştır. İşlem, ihtiyat ve spekülasyon amaçlı para talebinden sonra para talebinin dördüncü unsuru olarak ele almıştır( Togay, 1998a: 133-144)

sundukları krediler ve diğer olanaklar sistemi yumuşatarak artan para talebinin faiz oranları üzerindeki baskısını azaltmaktadır. Bu sayede Keynes paranın piyasaya çıkış ve yok oluş sürecinde bankaların ve firmaların davranışlarının belirleyiciliği üzerinde durarak para arzını içsel olarak ele almıştır.

Firmaların planlanan yatırım artışını finanse etmek için belli bir kaynak bulmaları gerekmektedir. Yani firmaların yatırım faaliyetlerine girecek düzeyde likit olabilmeleri için geçici olarak fon bulmaları gerekmektedir. Örneğin firmalar başlangıç sermayesini bankalardan veya tahvil ihraç ederek sermaye piyasalarından elde edebilirler. Planlanan yatırımlardaki bu artış veya cari faaliyetlerdeki artış finans güdüsüyle para talebini artırır. Keynes'in Genel Teoride göz ardı ettiği durum şudur; eğer bankaların ve halkın likidite tercihi değişmiyorsa yani mevcut faiz oranından daha fazla ödünç vermeye istekli değillerse faiz oranları üzerinde baskı yaratır. Bu olgu Keynes'e göre likidite tercihi teorisinin temel taşlarından biridir(Togay, 1998a: 135). Yani finans güdüsüyle para talebi sadece yatırım akışı meydana geldiğinde açığa çıkar. Keynes şöyle devam etmektedir; firmalar kullanacakları yatırım mallarını elde ettiklerinde, piyasaya likidite sağlayacaklardır. Belki bu likidite, tekrar yeni yatırımlar yapmak isteyen firmaların taleplerini karşılayacaktır(Bertacco, 2006: 10).

Bankalar firmalara yeni para yaratarak finansman sağladığında; bankalar ve firmalar para yaratma sürecinde önemli bir rol oynamaktadırlar. Belli yatırımların bankalar tarafından finanse edilmesi Keynesyen gelir teorisinin ortaya koyduğu gibi gelirdeki bir artışla açıklanır. Gelirde meydana gelen artışla beraber ekonomideki yatırım malı talebindeki genişleme bankaların yeni para yaratmasıyla finanse edilir. Yatırım ve tüketim mallarının talebinde meydana gelen talep artışı iki şekilde finanse edilir; birincisi bankaların para yaratmasıken ikincisi çalışanların yani servet sahiplerinin elde ettikleri gelirlerdir(Danzel, 2001: 996). Servet sahipleri belli bir faiz oranından sahip oldukları gelirleri ödünç vermektedir.

Keynes'e göre ekonomide yatırımlar sabit oranda artıyorsa, bankalar aracılığıyla sağlanan finansman sürekli olarak kendini yenileyen bir döner sermaye

halini almaktadır. Bu durumda finansman talebi tasarruf kullanımını gerektirmez. Ama ekonomide yatırım hacmi önemli ölçüde artıyorsa finans güdüsüyle para talebi de artacağından bu durum atıl para balanslarının, aktif para balanslarına dönüşmesine yol açacaktır. Eğer bankalar fon sağlama olanaklarını sınırlandırılırsa, kısa dönemde kredi piyasasında tıkanıklık doğacak; bu ise faaliyet hacminin genişlemesini engelleyecektir. Dönem sonu yatırımları karşılayacak dönem sonu tasarruflar her zaman vardır. Dolayısıyla Keynes'e göre yatırım piyasası nakit kıtlığı nedeniyle tıkanır, tasarruf kıtlığı nedeniyle değil(Togay, 1998a: 135).

Tasarruflar dönem sonu (ex post) yatırımları finanse edebilir ancak dönem başı (ex ante) yatırımları finanse edemez. Gelir seviyesinin düzeyi, artan yatırım harcamaları nedeniyle değişir. Bu durumda içsel para (kredi) kavramı, ekonominin genişleme sürecinde önemli rol oynamaktadır. Bankalar yatırımları finanse ederek hem tasarruflarda hem de gelirden artışa yol açmaktadır. Ancak kredi faiz oranı merkez bankası'nın belirlediği faiz oranları ile yakın ilişki içindedir. Merkez bankası tarafından belirlenen faiz oranlarındaki değişimleri etkileyen faktörler yatırım ve tasarruflar arasındaki ilişkiyi kesinleştirmektedir. Keynes'in para arzının içselliğine ilişkin görüşü merkez bankası tarafından belirlenen faiz oranlarının ekonomideki önemli rolüyle başlamaktadır. Merkez bankası bankaların ihtiyaç duyduğu rezervleri sağlar ve bankalar merkez bankasının belirlediği faiz oranının üzerine bir kâr payı (mark-up) koyarak belirledikleri faiz oranından kredi taleplerini karşılarlar. Bu kâr payı bankaların likidite tercihine ve pozisyonuna, piyasa gücüne ve risklere karşı değişiklik gösterebilir. Kredi, kredi talebi sonucunda yaratılır ve bu sayede mevduatlar da yaratılmış olur. Bankalar, farklı durumlara göre farklı likidite tercihine sahiptirler(Chick ve Dow, 2002). Keynesyen içsel para arzı görüşü merkez bankası faiz oranlarının, ekonomideki çeşitli faiz oranları açısından önemini vurgulamıştır. Merkez bankası ekonomideki önemli faiz oranlarını belirler ve bunları etkileyebilir. Merkez bankasının faiz oranları ile ekonomideki diğer spesifik faiz oranları arasındaki bu ilişki, bankacılık sisteminin piyasa gücü ve likidite tercihinin derecesi gibi değişik faktörler tarafından etkilenebilir. Bu nedensel ilişki yatırım harcamalarından yatırımların finansmanının gerçekleşmesi için gerekli olan tasarruflara doğrudur.

Keynes, Genel Teoriden bir yıl sonra Ohlin'in eleştirilerine karşı yazdığı çalışmada para talebi için işlem, spekülasyon ve ihtiyat güdülerinin dışında finansman güdüsüyle para talebi kavramını geliştirmiştir. Ohlin'in eleştirileri para arzının içselliği konusunda şu açıdan önemlidir; finansman güdüsüyle para talebi kavramında para arzı içseldir ancak analizde bazı sınırlandırıcı unsurlar vardır ve bunların ortaya konması gerekir. Bunun yanı sıra para arzının içselliği yaklaşımında yatırım kararının finansmanı oldukça önemlidir ancak Keynes'in yatırımların tasarruflardan bağımsız olarak finanse edileceği şeklindeki ifadesi çelişki eleştirmiştir. Ohlin, öncelikle Keynes'in finansman güdüsüyle para talebi yaklaşımını eleştirmiştir. Keynes Genel Teori'de yatırım kararlarının finansmanı konusuna değinmemiştir. Daha önce de ifade edildiği üzere bu açığı "finans güdüsüyle para talebi"ni açıklarken gidermiştir(Keynes, 1938: 229). Keynes'in analizini sınırlandırıcı bazı faktörler vardır. Yatırımcıların yeni yatırımlar için ihtiyaç duyduğu likidite talebi ve servet sahiplerinin likidite talebi arasında farklar vardır. Keynes Genel Teoride likidite tercihini açıklarken servet sahiplerinin likidite tercihini açıklamıştır. İkinci sınırlandırıcı faktör, Keynes bu para talebinin, sadece firmaların dönem başı (exante) yatırımları için nakite ihtiyaç duyulduğu zaman dilimiyle bu yatırımların gerektirdiği harcamaların yapıldığı zaman dilimi arasında ortaya çıktığı fikrini savunmaktadır.

Yatırım finansmanı kavramı, yatırım malı satın alınması için firmalar tarafından bankalardan sağlanan fonların kullanılması anında ortaya çıkar. Ancak Keynes'in çalışmasında firmaların bankadan alınan paranın ne zaman kullanacağı, hangi kurumların bankalar tarafından yaratılan yeni parayı toplayacağı açıklanmamıştır. Keynes'in finans güdüsüyle para talebi tanımlamaları tam olarak banka parasının kullanıldığı dünyanın özelliklerini yansıtamamıştır. Finans güdüsüyle para talebi açıklamasının sunduklarına rağmen banka ve firmalar arasındaki ilişkinin araştırılması gerekmektedir. Keynes(1937), firmaların yatırım mallarını satın aldığı zaman bu likiditenin sisteme geri döneceğini ifade etmiştir. Belki de bu likidite başka firmalar tarafından yeni yatırımların finansmanı için



kullanılacaktır. Ancak burada firmaların yeni yatırım malları almak için nasıl para sağladıkları açıklanmamaktadır.

Ohlin'in eleştirileri, Keynes'in geliştirdiği finansman güdüsüyle para talebi kavramından sonra yatırımların finansmanı konusunda da devam etmiştir ve Ohlin Keynes'in faiz teorisine karşı çıkmıştır. Keynes yatırımların tasarruflardan bağımsız olarak finanse edilebileceğini öne sürmüştür. Planlanan dönem başı (ex ante) yatırım kavramı önemlidir. Çünkü firmalar yatırım projelerinin gerektirdiği likiditeyi sağlamak zorundadırlar (Keynes, 1937: 216). Ohlin'in eleştirisine göre Keynes, bir taraftan yatırım kararlarının finansmanına çok fazla önem vermekte ama diğer taraftan yatırımların dönem başı tasarruflar tarafından finanse edilmekte olduğunu inkâr etmektedir. Ohlin, firmaların tasarruf kararlarından bağımsız olan ancak bankanın kararlarına bağlı olan yatırım kararlarını gerçekleştirmek için gerekli olan likidite arzıyla ilgili iddiasıyla Keynes'i eleştirmiştir. Keynes Ohlin'in eleştirisine konu olan düşüncesini şu şekilde ifade etmiştir;

“Artan talep karşısında düşük bir üretim kapasitesinden daha yüksek bir üretim kapasitesine geçerken gerekli olan likidite kaynağı faiz oranındaki artış olmadan karşılanamaz. Bankalar düşük üretim aşamasından yüksek üretim kapasitesine geçişte kilit bir rol oynamaktadır. Eğer bankalar kısa vadeli borçlanma piyasasında bir yığılma istemiyorlarsa bu durumda firmaların finansman sağlama konusundaki girişimlerini engelleyebilirler. Diğer taraftan dönem sonu yatırımları karşılayacak dönem sonu tasarruflar yeteri derecede olacaktır. Yatırım piyasasında nakit açığı olacaktır ancak tasarruf açığında hiçbir zaman bir yığılma olmayacaktır. Bu benim bu alandaki en önemli görüşümdür” (Keynes, 1937: 222).

Ohlin, Keynes'in likidite tercihindeki eksikliklerini de eleştirmiştir. Ancak Kaldor'un görüşü Ohlin'in görüşünden oldukça farklıdır; Keynes'in likidite tercihi teorisindeki eksiklikleri göstermek yerine likidite tercihi teorisinin tamamıyla terk

edilmesi gerektiğini savunmuştur.<sup>9</sup> Kaldor'a (1982: 21) göre banka parasının kullanıldığı bir ekonomide bu teori tamamen konu dışı ve yersizdir.

“.....'Likidite tercihi' Keynes'i Keynes-öncesi teoriden ayıran temel faktördü, çünkü efektif talep düzeyiyle parasal faktörler tarafından belirlenen harcama düzeyi arasındaki bağı gevşetmiştir. Ancak tüm bunlar paranın miktar varsayımına dayanıyordu. Eğer biz paraya içsel bir faktör olarak bakarsak, likidite tercihi ve para talebinin faiz esnekliği varsayımının önemi ortadan kalkar.”( Kaldor, 1985: 9)

Keynes'in finansman güdüsüyle para talebine Ohlin'in yanı sıra Parasal Dolaşımcılar<sup>10</sup> da eleştirel yorum getirmiştir. Parasal dolaşımcılara göre kredi ile para birbirinden ayrı şeylerdir çünkü kredi, üretimi gerçekleştirmek için bir akım değişken iken, para stok değişkendir ve kredi ile para arasındaki ayrım tarihsel süreç içinde ortaya çıkmıştır(Işık, 2004: 95). Bu nedenle Keynes'in finansman güdüsüyle para talebi, para talebinin dördüncü unsuru olarak dikkate alınamaz. Parasal dolaşımcılara göre firmalar kendilerine finansman sağlandığında, elde ettikleri satış gelirlerini bankalara olan borçlarını geri ödemede kullanacaklar ve kredi verilmesiyle beraber yaratılacak para, piyasadan çekilecek ve paranın dolaşımı sona erecektir.

Parasal analizinin bir diğer temsilcisi olan Schumpeter, ekonominin parasal özelliklerini vurgulamıştır. İçsel para teorisi, faiz oranlarının parasal özelliklerini aydınlatmaya çalışır. Bu bağlamda hem Keynes'in hem de Schumpeter'in yapmış olduğu açıklamalar içsel para teorisine katkıda bulunmuştur. Parasal ekonomi içinde bankalar, sadece tasarruf edilen kaynakları firmalara transfer eden araçlar değil aynı zamanda yeni para yaratan finansal kuruluşlardır. Schumpeter'in de üzerinde durduğu gibi, bankalar tarafından satın alma gücü yaratılır. Bu süreçte zaten birilerinin sahip olduğu satın alma gücünün el değiştirmesi şeklinde değil, bunların dışında tamamen yeni satın alma gücü yaratılır.

---

<sup>9</sup> Likidite tercihinin reddedilip reddedilmeyeceği konusu Uyumcu ve Yapısalcı Post Keynesyen iktisatçılar arasındaki önemli bir tartışmadır. Kaldor ve diğer Uyumcu Post Keynesyenler Likidite tercihi teorisini kabul etmemektedirler. İleriki bölümlerle tartışma ayrıntılarıyla ele alınacaktır.

<sup>10</sup> Parasal dolaşımcılar Keynes'in finans güdüsüyle ilgili yazmış olduklarını Post Keynesyenlerden farklı yorumlayan iktisatçılardır ve Keynes'in Economic Journal'da yazdıklarını referans göstermektedirler.

Keynes ve Schumpeter tarafından paylaşılan ve para arzının içsel kabul edildiği yaklaşımda sermaye, kâr ve faiz gibi değişkenler parasal ekonomide ve takas ekonomilerinde farklı anlamlara gelmektedir. Paranın yansız olduğunu ortaya koyan teorik bir çalışmada sermaye üretilen mal stoğu olarak tanımlanırken kâr, sermaye malının verimliliği ve faiz ise tasarruflarla açıklanmaktadır.

İçsel para teorisi sermaye, faiz, kâr değişkenlerinin parasal değişkenler olarak düşünülmesine öncülük etmektedir. Bununla birlikte para arzının içselliği yaklaşımında bu değişkenler, banka sisteminin varlığından hareketle açıklanmaktadır. Schumpeter'e göre sermayenin, üretilen mal stoğu olarak tanımlanması kapitalist sistemler için uygun değildir (Bertacco, 2006: 27). Çünkü böyle bir tanımlama ancak farklı ekonomik sistemlerde geçerli olabilir. Schumpeter'in bu açıklamasında banka parasının gelişme sürecindeki önemi vurgulanmaktadır ve sermayenin herhangi bir zamanda girişimlere transfer edilebilmeye hazır ödemelerin bir toplamı olarak tanımlanması gerektiği belirtilmektedir.

Benzer şekilde Keynes de klasik teorinin sermayeyi tasarruflarla ortaya çıkan üretim stoku olarak tanımlanmasını eleştirmiş ve sermayenin parasal özelliğine vurgu yapmıştır. Dolayısıyla para arzının içselliği yaklaşımı, Keynes ve Schumpeter'in sermayenin parasal özelliklerine yaptıkları vurgularla, kapitalist ekonominin özelliklerinin değişme sürecinde kredilerin ve banka parasının rolünü açıklığa kavuşturmaktadır.

Sermayenin parasal özelliklerinin açıklanması, kârın da parasal özellikleriyle tanımlanmasına fırsat tanımıştır. Bu yaklaşımda kâr, sermayenin verimliliği olarak tanımlanamaz; bunun yerine fiat paranın varlığıyla açıklanabilir<sup>11</sup>(Bertacco, 2006: 27). Schumpeter kârları, sadece yeniliklerin bankaların yarattıkları parayla finanse edildiği ve firmaların maliyetlerinin üzerinde bir parasal fazla elde etmek için monopol bir güç olarak hareket ettikleri parasal bir ekonominin içinde ele almakta

---

<sup>11</sup> Fiat (itibari) para, likit bir değer saklama aracıdır. Hükümet tarafından tanımlanan bir hesap birimini gösterir.

ve kârı, maliyetlerin üzerindeki fazlalık yani girişimci bakımından bir firmanın gelirleriyle giderleri arasındaki fark olarak tanımlamaktadır. Dolayısıyla Schumpeter, kârın parasal özelliğini kapitalist ekonominin değişim sürecini vurgulayarak tanımlarken, Keynes kârın parasal doğasını, ekonomide mevcut olan fiat parayı vurguladıktan sonra açıklamıştır.

## **1.4 Para Arzının İçselliği Yaklaşımının ve Parasal Analiz Geleneğinin Günümüzdeki Temsilcisi: Post Keynesyen Teori**

### **1.4.1 Post Keynesyen Teori'nin Belli Başlı Görüşleri ve Temsilcileri**

Post Keynesyen iktisatçılara göre, Keynes “parasalci” bir teoristtir. ”Para” ve “parasal” sözleri önemli eserlerinin hepsinin başında yer alır. Paranın önemine inandığı gibi, hem ulusal hem de uluslararası düzeyde para ve bankacılık alanında reform yapılması gereğini savunmuştur. ”Keynes’in yazıları 20. yüzyılın; piyasalar, sözleşmeler, parasal ücretler, bekleyişler, zaman, istihdam ve üretim gibi kavramlardan oluşan üretim ekonomisinin analizi için parasal bir çerçeve oluşturur. Dolayısıyla bu mantıksal yöntemi daha da geliştirmek için çalışanlar Post Keynesyen iktisatçılardır.

B. J. Moore, L. R Wray, H. Minsky, N. Kaldor, P. Davidson gibi Post Keynesyen iktisatçılar para arzının içsel olduğu görüşünü savunmuşlardır<sup>12</sup>. Para arzının dışsal değil içsel bir değişken olduğunu, bunun para otoritesi kontrolünde oluşturulmayıp sistemin içinde, fon talep edenler ve arz edenlerin etkileri sonucunda bankacılık ve finans sektörü kanalı ile meydana geldiğini iddia ederek, Keynesyen okulun bu konudaki görüşlerine katkıda bulunmuşlardır. Bu anlayışa göre para söylenildiği gibi sadece rezervleri artırmak yoluyla yaratılmamakta aksine para yaratımı rezervlerin oluşmasına neden olmaktadır ve parasal büyümenin asıl kaynağı banka kredi sistemidir. Dolayısıyla para arzı, fon sahiplerinin fon arz etme ve yatırımcıların fon talep etme davranışları sonucunda içsel olarak belirlenir(Tobin, 1993: 408-419).

---

<sup>12</sup> Post Keynesyenlerden önce Wicksell (1936), Schumpeter (1934), Keynes (1973), Kaleck (1954), Robinson (1956, 1970) para arzını içsel almıştır.

Post Keynesyen iktisatçılar tarafından henüz ortaya tüm Post Keynesyenlerce benimsenen bir teori konulamamakla birlikte, Post Keynesyenleri birbirine bağlayan temel bir görüş vardır: Keynes'in gerçek dünyanın analizinde yeni mantıksal bir yaklaşımla "devrim" yarattığı inancı. Post Keynesyenler de tıpkı Keynes gibi üzerinde durulmaya değer modellerin, yaşadığı dünyaya ait, gerçekçi modeller olması gerektiğini savunurlar. Onlara göre, bu tür düşünmeyenler Keynes öncesi kullanılan analitik temellere bağlıdır ki bu durum, iktisat biliminde ilerlemeyi değil gerilemeyi temsil eder(Davidson, 1980: 152).

Post Keynesyen iktisatçılar için 1959 yılında yayınlanan Radcliffe Komitesi<sup>13</sup> Raporu önemli bir referans olmuştur. Bu rapor özellikle geleneksel para politikasının etkisiz olduğunu ifade ederken<sup>14</sup>, yeni finansal araçların ve çeşitliliği artan ödeme araçlarının para yerine kullanılabileceğini, bu yüzden merkez bankası parasından çok ekonomideki likiditeden bahsedilmesi gerektiği vurgulanmıştır. Dolayısıyla etkin bir para politikası için bu likiditenin kontrol edilmesi gerektiğine vurgu yapmıştır. Çünkü daraltıcı para politikası uygulanarak faiz oranları yukarı çekildiğinde, finansal yenilikler nedeniyle firmalar ihtiyaç duyduğu likiditeyi elde edebilirler. Yani daraltıcı para politikası rejimi altındaki bir ekonomi, varolan likiditeyi kullanmanın yollarını arayacaktır.

Post Keynesyen iktisatçılar para politikasını istikrar sağlayıcı bir unsur olarak görmüşlerdir. Onlara göre ekonomide iyi bir kredi mekanizması oluşturulmalı ve zaman zaman uluslararası katılımlarla uygun bir kredi sistemi oluşturularak ekonomik büyümeye yardımcı olunmalıdır. Ekonomik büyümeyi belirleyen unsur yatırım oranıdır. Bunlara ek olarak, Neo Klasik iktisat teorisinin temelinde yer alan nispi fiyatların yerine Post Keynesyenler "yatırımlar"ı koymuşlardır. Post Keynesyenlere göre enflasyonun kaynağı aşırı talep değildir. Enflasyon çoğunlukla,

---

<sup>13</sup> Radcliffe Komitesi, II . Dünya Savaşından sonra İngiliz ekonomisindeki yüksek likidite miktarının daraltıcı para politikaları ile kısıtlanıp kısıtlanmayacağını incelemek amacıyla oluşturulmuştur.

<sup>14</sup> Harcamalar, dolaşımdaki bulunan para miktarına bağlı olmadığından para arzındaki değişimin harcamalar üzerinde herhangi bir etkisi olmayacaktır. Bu durumda geleneksel yani para arzının denetimi üstüne inşa edilen para politikaları istenilen sonuçları doğurmayacaktır. Bu tür para politikaları etkisiz olacaktır.

gelir ve üretim faktörlerinin dağılımından kaynaklanan çatışmalarla ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle para arzının denetimi üzerine inşa edilen para politikası uygulamaları ekonomik faaliyetleri olumsuz etkileyerek üretim ve geliri azaltacaktır.

#### 1.4.1.1 Para ve Üretim

Parasal üretim ekonomisi kavramı, Post Keynesyen iktisatçıların para arzının içselliği görüşü açısından son derece önemlidir. Parasal üretim ekonomisinde para, ekonomiye üretim faaliyetleriyle girer. Üretimin para olmaksızın gerçekleşmesi mümkün değildir. Üretimi gerçekleştirmek için faktör piyasasında ödeme yapılması gerekmektedir ve belirli bir faktör maliyetine katlanılmak zorundadır. Bu durum parasal üretim ekonomisinin temel unsurlarından biridir(Rochon ve Rossi, 2006: 7).

Keynes belirsizliğin hakim olduğu bir dünyada talepteki dalgalanmaları açıklayabilmek için parasal üretim ekonomisi kavramına ihtiyaç olduğunu vurgulamıştır. Genel Teori’de tarihsel zaman<sup>15</sup> içinde paranın hangi mekanizmalarla üretim sürecini etkilediği açıklanmıştır. Belirsiz bir gelecek, efektif talepte dalgalanmalara neden olacaktır. Parasal üretim ekonomisinin özelliği gereği efektif talepteki dalgalanmalar parasal bir olgu olarak görülmektedir. Keynes(1973), 1932’den önceki paranın yansız olduğuna dair düşüncesinin nedeni olarak parasal üretim ekonomisi kavramının eksikliğine vurgu yapmaktadır. Genel Teori’de Keynes, paranın ekonomideki temel rolünü vurgulamasına rağmen sorguladığı problemleri parasal olmayan Walrasyan ekonomi içinde ortaya koyamamaktaydı. Keynes’in parasal üretim ekonomisiyle ilgili görüşüne Post Keynesyen iktisatçılar özellikle Paul Davidson(1978, 1984) katkıda bulunmuşlardır. Post Keynesyenlere göre ekonomide anlaşmalar parasal anlaşmalar şeklindedir. Ücret anlaşmalarının reel değil de parasal anlaşma şeklinde olması belirsizlik halindeki ekonomik faaliyetlere esneklik kazandıracaktır. İşgücü maliyetleri açısından da istikrar sağlayıcı bir faktör olduğundan dolayı girişimciler gelecek hakkında daha olumlu düşünebileceklerdir.

---

<sup>15</sup> Tarihsel zaman kavramına göre, zaman asimetric bir değişkendir. Geçmiş bilinildiği halde gelecek bilinemez.

Parasal üretim ekonomisinde yatırım kararı alan girişimci kâr beklentisi altında üretim kararı aldıktan sonra piyasada harcama yaparak paranın piyasaya çıkmasını sağlar. Daha sonra satış geliri elde etmeye başlamasıyla piyasaya aktardığı para girişimciye geri döner. Parasal üretim ekonomisinde yatırımı finanse edecek para ile üretim süreci başlar ve ürünlerin satılarak firmaların gelir elde etmesiyle beraber sona erer. Dolayısıyla para ekonomide mübadeleyi kolaylaştıran bir araç olmaktan daha çok üretim sürecinin ve üretim sonrası mübadelenin ayrılmaz bir parçasıdır.

#### **1.4.1.2 Tarihsel Zaman**

Post Keynesyen teori, ekonomiyi “tarihsel bir süreç içindeki bölüşüm” olarak ele alır. Bir başka deyişle Post Keynesyen teori, geçmiş yılların deneyimlerine dayanır. Ekonomik sistem bu şekilde devamlı hareket halinde bir süreç olarak ele alınır. Ekonomide her türlü faaliyet belli bir zaman sürecinin geçmesini gerektirir. Üretimin gerçekleşmesi, yatırım mallarının ve dayanıklı tüketim mallarının tüketilmesi vb. olaylar belli bir zaman süreci içerisinde meydana gelir. Bu tür üretim ve tüketim faaliyetleri, zaman boyutu içinde, geriye dönüşü olmayan (irreversible) işlemlerdir. Zaman, asimetric bir değişkendir. Yani geçmiş bilindiği halde gelecek bilinemez(Savaş(a), 2007: 131).

Post Keynesyen iktisadın ekonomiyi durağan bir yapı olarak değil tarihsel bir sürecin sonucu olarak ele alması bir taraftan zaman boyutunun iktisadi incelemelerde yeteri kadar dikkate alınmadığına vurgu yaparken, diğer taraftan da Neo Klasik iktisadın genel ve kısmi denge anlayışıyla çelişir. Çünkü bu modellerde sistemin yeniden dengeye gelmesi, dengeden sapma olsa bile, söz konusu olur. Ekonomide üretim ve tüketim anlık olmayıp bir zaman boyutuna sahiptir ve bunun değiştirilmesi mümkün görünmez. Ekonomideki zaman boyutu yalnızca üretim ve tüketimde değil, ekonominin diğer bütün unsurlarında görülür. Post Keynesyen iktisatta geçmiş ve geleceği kapsayan zaman, incelemelerde asimetric bir özellik gösterir. Çünkü geçmiş bilinebilir ama geleceği bilme imkanı yoktur. Dolayısıyla araştırmaları tarihsel süreci de dikkate alarak yapmak gerekir. Çünkü zamanın dahil olmadığı bir analiz gerçek dünyadan kopmak anlamına gelir. Bu bakış Post Keynesyenlerin metodolojik

yaklaşımının da ipuçlarını vermektedir. Bir analizde tarihsel nedensellik ilişkisini bulmak için zamanın incelemelere dahil edilmesi gerekir. Statik bir incelemede ise nedensellik ilişkisini bulmak son derece zordur (Küçükkalay, 2008: 394).

Post Keynesyen teori, sıralı nedensellik ilişkisine dayanır, yani önce “sebebe” in ortaya çıktığını ve onu “sonuç” un takip ettiğini kabul eder. Post Keynesyen teorisinin ünlü savunucularından biri olan Paul Davidson, bunu şu şekilde açıklamıştır: “Tarihsel zaman içinde yol alan bir parasal ekonomide, geçen dönemden kalan dayanıklı tüketim malları stoku, sözleşmeye dayalı yükümlülükler ve mevcut para stoku, geriye dönülemez eski ekonomik davranışlar ile mevcut çevre arasında bir devamlılık sağlar; aynı şekilde mevcut dayanıklı tüketim malları, sözleşmeler ve para, belirsiz bir gelecekle bugünkü faaliyetler arasında bir bağ oluşturur“(Savaş(b), 2007: 91).

### **1.4.1.3 Temel Belirsizlik**

Belirsizlik kavramı Mikro iktisatta yer almamıştır. Çünkü Mikro iktisatta ne birey davranışında ne de dışsal çevrede ortaya çıkması mümkün ani değişimlere yer verilmiştir. Belirsizlik kavramı son 25-30 yıl içinde teoriye girmeye başlamıştır ve Post Keynesyen okul belirsizlik üzerinde özellikle durmuştur (Savaş(b), 2007: 4).

Post Keynesyen iktisat analizlerine, zamanın dahil edilmesiyle beraber bir başka özellik gündeme gelmektedir. Geçmişin, bugünün oluşmasında üstlendiği role ve kesinliğe karşın, Post Keynesyen iktisada göre gelecek zaman, bir belirsizlikle nitelenir. Geleceğin belirsizliği yalnızca ekonominin yatırım üretim gibi unsurlarını değil aynı zamanda Neo Klasik iktisatta kusursuz bir biçimde ortaya konulduğu sanılan makro dengeyi de etkiler. Neo Klasik iktisadın piyasa mekanizmasına yüklediği işlev bu nedenden dolayı eksiktir. Çünkü bugünün piyasa koşulları, içinde bulunulan piyasa koşullarının sağladığı bilgiler ile geleceğe yönelik çözüm önerileri ve geleceğin belirsizliğinin içinde barındırdığı riskler için çözümler üretemezler. Farklı bir söylemle bugünün bilgileri gelecekte kullanılamazlar. Neo Klasik iktisadın piyasa teorisinde bireylerin bugünden aldıkları kararlar geleceğe yönelik olsa bile



hatasız kabul edilir. Çünkü rasyonel davranan bireylerin fayda maksimizasyonu ve maliyet minimizasyonu yapmaları bir hatayı barındırmaz ve gelecekteki dengenin optimum olacağını ifade eder.

Post Keynesyen bakış açısına göre, bireyler ortak hareket etmek isteseler bile bireylerin beklentilerinin birbirlerinden bağımsız olması, geleceğin belirsizliğine karşı onları birbirinden farklı kararlar almaya zorlar. Geleceğin belirsiz olması, bireylerin alacağı kararlarda, geleceğe ait beklentilerin önemli bir etkisi olması sonucunu doğurmuştur. Bireylerin geleceğe ait tahminleri birbirininkinden farklı olacağı için, alacakları karar da farklı olacaktır(Davidson, 1980: 159). Bu durumda bireylerin kararlarının farklılaşması optimum dengeye ulaşılacağı yolundaki Neo Klasik iktisadın ritmik salınımını bozacaktır. Sonuçta geleceğin belirsizliğine yönelik olarak bugünden alınacak olasılık kararları da bir anlam ifade etmeyecektir<sup>16</sup>. Bu nedenle Post Keynesyen teori ekonomik sistemin bir bütün halindeki davranışlarının ve dönüşümlerinin incelenmesi gerekliliği üzerinde durur. Geleceğin belirsizliği, Post Keynesyenlere göre rasyonelizmin iktisadi incelemelerdeki rolünün azalmasını beraberinde getirir. Bu nedenle bireylerin aldıkları kararlar pratik hayatın koşullarına bağlı olan sınırlı ve mantıksal bir rasyonellik olmak zorundadır ( Küçükkalay, 2008: 396).

Temel belirsizlik durumu altında, bir olayın olabilme olasılığı ve ortaya çıkan sonucu tahmin etmek imkansızdır. Temel belirsizlik kavramı, Post Keynesyen teorinin diğer iki önemli kavramıyla ilişkilendirilebilir: tarihsel zaman ve sınırlı rasyonellik. Tarihsel zaman içinde gelecek, geçmiş ve şimdiki zaman farklıdır. Eğer fizik bilimindeki bir kavramla açıklayacak olursak dünya ergodik<sup>17</sup> değildir. Yani geçmişteki ortalamalar ve dalgalanmalar, farklı dönemlerdeki gözlemler için gerekli

---

<sup>16</sup> Rasyonel bekleyişleri savunanlar, geleceğin belirsizliğini Olasılık Teorisi (Probability Theory) yardımıyla yenmeye ve en azından bu gibi durumdan doğacak sakıncaları azaltmaya çalışmışlardır. Bununla birlikte Post Keynesyenler bu girişimlere karşı çıkmışlar ve söz konusu yaklaşımı savunanları “ bilinmeyen fakat tamamıyla tahmin edilebilen bir gelecek” varmış gibi davranmakla suçlamışlardır. Çünkü Post Keynesyen teoriyi savunanlara göre “ekonomik gelecek bireyler tarafından yaratılır, yoksa keşfedilmez.”

<sup>17</sup> Geçmiş istatistiklerden yararlanarak geleceğin hesaplanması; yani geçmiş istatistikleri geleceğe taşıyarak, geleceğe dair bilginin elde edilmesi yoluna ve anlayışına “ergodik“ denmektedir. Bir başka ifadeyle, gelecek sadece geçmişin istatistiksel bir yansıması olarak ifade edilir.

olmayacaktır (Davidson, 1988). Her verilen kesin karar, bu kararın alındığı zamanda var olan ergodik sürece zarar verir. Davidson'a göre temel belirsizlik kavramının varlığı Neo Klasik teorinin temellerine tamamen zarar verir. Aslında Nobel ödüllü iktisatçı Robert Lucas(1981: 224) da belirsizlik durumu altında Neo Klasik iktisatın bile değer ifade etmeyeceğini ifade etmiştir. Davidson(1984: 574) gerçek dünyanın biçimsiz ve pürüzlü ama doğru olarak tanımlanmasının, hayali bir dünyanın mükemmel bir şekilde tanımlanmasından daha iyi olduğunu ifade etmiştir. Bazı yazarlar temel belirsizliği nihilizm (hiççilik) kavramıyla ilişkilendirmektedirler. Çünkü gelecek zaman bilinemez ve bilinmezdir, herhangi bir ekonomi politikasının istenilen etkiyi yaratıp yaratmayacağını bilmek imkansızdır. Bununla birlikte ekonomik karar birimleri herhangi bir politika değişikliğiyle karşılaştığında davranışlarını değiştirirler ve bilgi eksikliği durumunu dikkate alarak bekleme tercih ederler(Lavoie, 2006: 18).

#### **1.4.2 Post Keynesyen Teori ve Para Arzının İçselliği Yaklaşımı**

Daha önce de belirtildiği üzere Post Keynesyen teori, parasal üretim ekonomisine dayanmaktadır. Bir başka ifadeyle para, ekonomik sistemin ayrılmaz bir parçasıdır. Dolayısıyla Post Keynesyen teori, üretimi ve yatırımı finanse etmede paraya özel bir rol verirken, aynı zamanda paranın sistem içinde belirlenen içsel bir değişken olduğu ifade etmektedir.

Pollin(1991)'e göre içsel para teorisi geliştirildiğinden beri farklılık ve tartışmalar büyümüş ve yapısalıcı ve uyumcu içsellik olmak üzere iki farklı görüş ortaya çıkmıştır. Her iki yaklaşım da paranın banka kredileri tarafından yaratıldığı görüşünü benimsenmekle birlikte banka kredi arzının tamamının ya da sadece bir bölümünün banka kredi talebi tarafından belirlenip belirlenmediği konusunda fikir ayrılığına düşmektedirler. Bu fikir ayrılığı kendisini analizlerde kullanılan kavramlarda göstermektedir. Banka kredisi veya kredi para, parasal akım göstergeleri ve para stoku olarak ifade edilen para balansları gibi ifadelere ek olarak para yaratma sürecinin doğasına ve kaynağına vurgu yapma amacı taşıyan “kredi para” ifadeleri de eklenebilir(Gnos, 1999). Dolayısıyla Post Keynesyen teoride para arzının içselliği iki

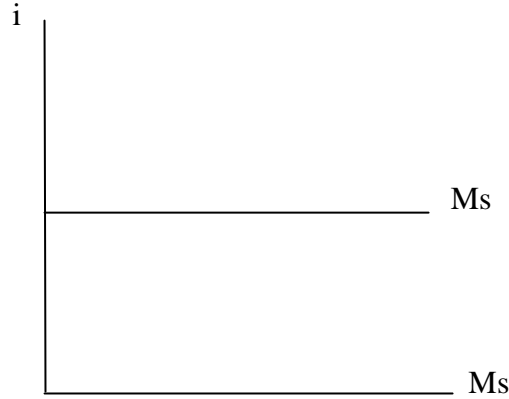
temel yaklaşımla ele alınmaktadır: Uyumcu içsellik ve yapısalıcı içsellik yaklaşımı. Bu bağlamda çalışmanın izleyen kısmında önce uyumcu içsellik yaklaşımı, daha sonra yapısalıcı içsellik yaklaşımı ele alınacak sonrasında ise aralarındaki benzerlikler ve farklılıklar incelenecektir.

#### **1.4.2.1 Uyumcu İçsellik Yaklaşımı**

Uyumcu içsellik yaklaşımında para arzı tamamen içseldir, kredi para talebi tarafından belirlenir ve belirli bir faiz oranında para arzını temsil eden doğrunun yatay olduğu kabul edilir. Bankalar, merkez bankasının belirlediği faiz oranlarını temel alarak kendi kredi faiz oranlarını belirler ve özel kesim belirlenen bu faiz oranı üzerinden kendisi için gerekli olan krediyi almak için bankacılık sektörüne başvurur. Bankacılık sektörü özel kesimin kredi talebini tümüyle karşılar. Çünkü bankalar, kredi talebini karşılamak için kendi kaynakları yeterli olmasa bile gerekli olan miktarı merkez bankasından alabilir. Merkez bankası son ödünç veren mercii olmasından dolayı, gelen bütün kredi taleplerine cevap vermek zorundadır. Merkez bankasının -ekonomik istikrar için-mevduat bankalarının rezerv ihtiyaçlarını karşılamak gibi bir yükümlülüğü olduğu kabul edildiğinde, herhangi bir miktar kısıtı olmadan, mevduat bankalarının rezerv ihtiyaçlarına uyum sağlamak durumundadır. Bu nedenle, bu yaklaşım uyumcu para arzı içselliği (accomodative endogeneity) olarak adlandırılmıştır.

Uyumcu yaklaşım, kredi paranın arzının faiz esnekliğinin sonsuz olduğunu varsayar. Şekil 1'de faiz, kredi paranın bir fonksiyonudur ve para arzı eğrisi yataydır(Moore, 1988). Tarihsel olarak bu yaklaşım Kaldor ve Weintraub tarafından yapılan para teorisiyle ilgili çalışmalarda ele alınmıştır. Günümüzde bu yaklaşımın en çok bilinen destekçileri Lavoie(1992), Moore(1988), Rochon(1999), Rogers(1989) ve Smithin(1994) dir.

### Şekil 1. Yatay Para Arzı Eğrisi



Öncelikle uyumcular görüşlerini para yaratma süreciyle ilgili geleneksel görüşten ayırmak istemişlerdir. Klasik ödünç verilebilir fonlar teorisine göre bankaların banka kredilerini artırması için ellerinde fazladan kaynak olması gerekir. Kredi para, üretilen diğer mallar gibi olduğu için üretim fonksiyonu tarafından belirlenir. Tasarruflarda ortaya çıkan bir oynaklık (volatilité) durumunda öncelikle kredi paranın gözden geçirilmesini gerekir. Tasarruf, bankaların reel kaynaklarıdır ve son çıktı ise yatırımcılara olan para akışıdır. Bununla birlikte Keynes'in klasik teoriyi eleştirisini takiben uyumcu yaklaşım taraftarları ödünç verilebilir fonlar kuramını reddetmişlerdir ve kredi paranın bir mal olmadığını ve bu nedenle kredi para için üretim fonksiyonunun kullanılmasının yanlış olduğu savunmaktadırlar (Fontana, 2003).

Uyumcular paranın analitik yapısının zeminini oluşturacağı bir parasal analiz öne sürmüşlerdir. Uyumcular, parayı mal olarak görmemektedirler ancak sosyal bir anlaşma (social convention) olarak ele almaktadırlar. Para konularını sosyal ilişkiler ağı içinde ele alınmaktadır. Para, banka kredilerinden doğar(Moore, 1991). Parasal ekonomilerde paranın asıl rolü, ekonominin gidişatını yumuşatması ve işlem maliyetlerini düşürmesi olarak görülmektedir(Mishkin, 1998: 50). Para, ekonominin çarklarının daha kolay dönmesini sağlar.

Moore'un "Paranın Evrimi" yaklaşımı, paranın mal ve fiat (itibari) paradan kredi parasına dönüşme sürecini tarihsel olarak göstermektedir. Bu yaklaşıma göre mal para tamamen likit bir varlıktır çünkü mevcut satın alma gücünü gösterir ve faiz

geliri getirmektedir. Ayrıca kredi riski taşımamaktadır<sup>18</sup>. Mal paranın kullanıldığı ekonomilerde para arzı dışsal olarak belirlenir. İtibari para da likit bir değer saklama aracıdır. Hükümet tarafından tanımlanan bir hesap birimini gösterir. Kredi parası ise kredi riski taşıdığı ve faiz sağladığı için nakde çevrilmeme olasılığı nedeniyle likit olmayabilir. Bunun yanında ekonomik karar birimlerinin ödemelerini gerçekleştirmeleri için para yerine geçen çeşitli ödeme araçları geliştirilmektedir.

Moore'a göre üretim zaman alan bir süreçtir. Dolayısıyla satış geliri öncesinde firmalar üretim maliyetlerini finanse etmek zorundadır. Bu nedenle geleceğin bilinmediği tarihsel zamanda, belirsizliğin olduğu bir ekonomide kredi para önem kazanmaktadır. Firmalar gelecekle ilgili satış gelirlerinin artacağı beklentisi altında teminatlarının yeterli bulunması halinde bankalardan kredi sağlarlar. Bu nedenle para arzı içseldir ve kredi para firmaların döner sermaye ihtiyaçlarını karşılamak için kredi talebi tarafından belirlenir ve kredi para kredilerin ödenmesiyle ortadan kalkar. Artan kredi talebiyle beraber bankaların verdikleri kredilerle eşanlı olarak mevduatlar da artmaktadır. Yeni banka kredileri, kredi paranın artışı sonucunda mevduat sahiplerinin "uygun borç verme" davranışındaki artışla finanse edilir. Dolayısıyla kredi para, ekonomik karar birimlerinin gönüllü borç vermelerinden yani tasarruflardan bağımsızdır. Çünkü kredi para döner sermaye ihtiyacı tarafından belirlenir. Bankalar kredi verdiklerinde, firmaların üretim için yapması gereken harcamaları ertelemesine ya da likiditeden vazgeçmelerine gerek yoktur. Buna ek olarak kredi paranın arzını artırmak kredinin fiyatının artırılmasını gerektirmez. Bu nedenlerden dolayı tasarruf arzından bağımsız bir kredi paradan söz edilebilir.

Kaldor uyumcu içsellik görüşünü ekonomilerin kredi para kullanımıyla açıklamıştır.

Para arzındaki artış, kredi artışının bir sonucudur. Bu durumda merkez bankası parasal tabanı kontrol edemeyecektir. Örneğin merkez bankası faiz oranını yükseltme yoluna giderse, hane halkı ve firmalar daha fazla faiz geliri elde etmek için mevduatlara yöneleceklerdir, ayrıca faiz oranlarının yükselmesi, finansal yeniliklerin

---

<sup>18</sup> Kredi para, kredinin geri ödenmemesi gibi bir durum ortaya çıkabileceğinden dolayı kredi riski taşımaktadır. Ancak mal parada böyle bir durum söz konusu olmadığından dolayı kredi riski taşımaz.

de ortaya çıkmasını sağlayacaktır. Bu nedenle ekonomik karar birimlerinin paraya olan ihtiyacı azalır.

Merkez bankası para arzını, faiz oranı politikaları aracılığıyla para talebi üzerinden dolaylı olarak kontrol edilebilir. Ancak bunu sınırlandıracak faktörler vardır. Para talebinin faiz esnekliğinin düşük olması durumunda merkez bankası tarafından uygulanan faiz politikasının etkileri düşük olacaktır.

Uyumcu içselliği benimseyen bir diğer iktisatçı Moore(1988) kredi paranın doğasını açıklayabilmek için para yaratma sürecini oluş sırasına göre birbirini izleyen olaylarla açıklamaktadır;

(a) Firmalar yeni iş alanları açmak için veya mevcut üretim sürecini devam ettirmek için kredi paraya ihtiyaç duyarlar. Bu sırada firma üretim maliyetlerinde bir artışla karşılaşır. Bu maliyet artışı firmanın yeni mallarının fiyatlarını yükseltir. Eskiden üretilen malların satış gelirleri eski üretim maliyetlerine dayandığı halde firmalar artan maliyetler için daha fazla fon bulması gerekir.

(b) Bankalar kredi sağlayan kurumlardan biridir ve belli bir faiz oranında bu ek fon talebini tamamen karşılamaya isteklidirler. Uyumcu içselliği savunan Post Keynesyen iktisatçılara göre faiz oranları merkez bankası tarafından belirlenir. Bankalar, merkez bankası tarafından belirlenen kısa dönemli faiz oranlarının üzerine bir kar marjı koyarak kendi faiz oranlarını belirlerler. Bu faiz oranı finans sağlamak için alternatif kaynakların da olabileceğini dikkate alır. Bunun için bankalar fiyat belirleyici (price-makers) ve miktar alıcıdır (quantity-takers).

(c) Bankalar kendi likit varlıklarıyla çok fazla ilgili değildir. Herhangi bir uluslararası transfer veya nakit için beklenmedik bir talep durumunda merkez bankasının sağlayacağı likiditeye güvenirlere. Kaldor ve Moore'un öncülüğünü yaptığı "zorunlu uyumculuk" görüşüne göre merkez bankaları finansal piyasaların istikrarsızlığı için ve nihai borç verme özelliği nedeniyle bankaların ihtiyaç duyduğu

likiditeyi sağlayarak uyumcu davranmaktadır. Böylece tüm bankaların likiditesi merkez bankasının rezervlerinin arzına bağlıdır.

(d) Merkez bankası parasal sisteme likidite sağlayan ana kuruluştur. Ancak, eğer tüm rezervler arz edilmişse merkez bankası para arzını kontrol edemediği halde kısa dönem faiz oranlarını politika aracı olarak seçebilir. Kısacası uyumcu yaklaşıma göre kredi para arzının içsel olarak artırılmasından sorumlu olan unsur, firmaların çalışma sermayesi talebidir. Merkez bankası kontrolü altındaki para yaratma sürecinde dışsal değişken kredi fiyatıdır. Uyumcular para teorisinin ana noktalarına meydan okuyarak kredi paranın doğasına ve firmaların ticaretleri için ihtiyaç duydukları fonlarla buluşmasında bankaların rolünü tartışmışlardır. Bugün bir çok iktisatçı, bankaların varlık ve yükümlülük analizlerinin para yaratma sürecini tanımlamada temel teşkil edeceğini düşünmektedirler. Moore ve aynı düşünceye sahip diğer uyumcu iktisatçılar var olan kredi paranın nasıl modern parasal ekonominin yapısını ve ekonomik faaliyetleri etkileyeceği hakkında genel bir görüşe sahiptirler (Fontana, 2003: 297).

Kaldor(1970) para arzının içselliği yaklaşımında, para talebini faiz oranının bir fonksiyonu olarak görürken, para arzının merkez bankası tarafından belirlenen bir faiz oranı üzerinden sonsuz esnek olduğunu ifade eder. Para arzının içselliği, para talebinin ve dolaşım hızının faize duyarlılığını azaltmaktadır. Özellikle para talebinin faize karşı esnekliğinin düşük olması, finansal sistemde ortaya çıkacak bir kriz anında para otoritelerinin para arzını kontrol ederek krize müdahale etmesini engelleyecektir(Işık, 2004: 175).

Para arzı ve nominal gelir arasındaki güçlü bir ilişkinin varlığı para arzının kontrol edilebilirliğini değil; para arzının ekonomideki faaliyetlere duyarlı olduğunu göstermektedir. Ekonominin büyüme dönemlerinde para arzı artarken, daralma dönemlerinde para arzı azalmıştır. Moore(1988) ise uyumcu para arzı içsellik yaklaşımını açıklarken; daha çok mikro temeller üzerinde durmuş ve ticari bankalarla ilgili analizlerde bulunmuştur. Bankalar perakende kredi ve mevduat faiz oranını kendileri belirlerler. Yani bankalar fiyat belirleyicidir ancak kredi ve mevduat

miktarı, borçlanıcılar tarafından belirlendiği için bankalar aynı zamanda miktar alıcılarıdır. Dolayısıyla para arzı, talep yanlı olarak içsel olarak belirlenmektedir. Moore'a göre modern ticari bankalar, perakende mevduat ve kredi piyasalarında fiyat belirleyici ve miktar alıcı olduğu için para arzı daima yatay olacaktır.

Uyumcu içsellik yaklaşımının en tipik özelliklerinden biri likidite tercihi teorisini reddetmesidir. Uyumcuların likidite teorisini reddetmelerinin nedeni Keynes'in Genel Teoride likidite tercih teorisi ile dışsal para arzı arasında kurmuş olduğu ilişkidir. Uyumcu yaklaşımda likidite tercihi ile dışsal para arzını teorik düzeyde birbirinden ayrılmaz bir bütün olduğuna inanılmıştır. Dolayısıyla para arzının içselliğinden bahsedebilmek için likidite tercihi teorisinin reddedilmesi gerekir(Özgür, 2008: 64).

Uyumcu içsellik yaklaşımının bir diğer özelliği para arzı fonksiyonunun faiz düzleminde yatay olmasıdır. Kaldor(1989)'a göre merkez bankalarının en önemli görevi banka kredi talepleri karşısında para arz etmektir. Yani merkez bankalarının belirlediği faiz oranlarında parasal taban ve para stoku içsel olarak belirlenmektedir. Merkez bankaları, sadece bankacılık sistemine arz edecekleri rezervlerin kısa vadeli faiz oranını belirlerken, ticari bankacılık sistemi, merkez bankalarının belirlediği rezerv arz fiyatının üzerine belli bir kar marjı koyarak, belirledikleri mevduat ve kredi faiz oranında, karşılık ve risk standartlarını karşılama durumunda, firmaların ve halkın talebi üzerine kredi ve mevduat arz etmektedir. Dolayısıyla tüm modern kapitalist ekonomilerde banka kredi ve mevduat miktarının talep yanlı olarak belirlenmesi nedeniyle, para arzı fonksiyonunun para arzı faiz düzleminde yataydır.

Uyumcu içsellik yaklaşımının günümüzdeki temsilcisi Marc Lavoie, uyumcu iktisatçıların yatay para arzı görüşünün bir diğer çeşidi olan "kredi akışı" anlayışla, Neo Klasik dışsal para teorisi ile Post Keynesyen içsel para teorisi arasındaki temel farkın, paranın bir stok ya da kredi akışı olarak iki farklı şekilde algılanmasından kaynaklandığını vurgulamaktadır. Neo Klasik anlayış parayı stok değişken olarak görürken, Post Keynesyenler, para arzı içselliği yaklaşımını kredi akışları üzerine inşa edilmiştir ve dolayısıyla da parayı akım değişken olarak ele almaktadırlar.

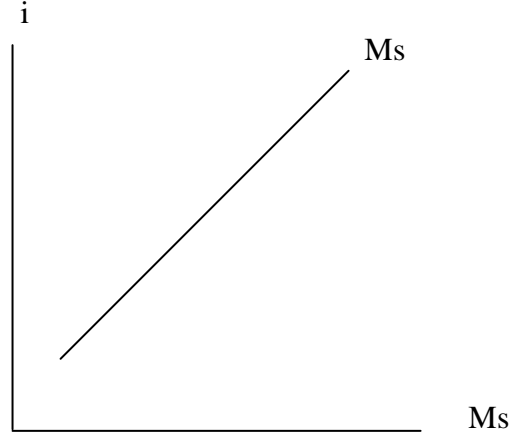


Lavoie'ye göre likidite tercihi teorisinin değerini anlamak için geçici ve kalıcı faiz oranları arasındaki farkı kavramak gerekmektedir. Likidite tercih teorisi sadece geçici veya kısa dönemli faiz oranlarını açıklayabilir. Çünkü uzun dönemli veya kalıcı faiz oranları merkez bankası tarafından dışsal olarak belirlenir. Ticari bankalar ve piyasa, merkez bankası tarafından belirlenen faizi normal faiz oranı olarak gördüğü sürece bu oran kalıcı faiz oranıdır. Yani varolan koşullar devam ettiği sürece değişmeyecek olan orandır. Faiz oranı kalıcı seviyeye ulaştığında likidite tercihi herhangi bir rol oynamaz (Özgür, 2008: 64).

#### **1.4.2.2 Yapısalıcı İçsellik Yaklaşımı**

Yapısalıcı içsellik yaklaşımından önce içsel para teorileri, kredi genişlemesini açıklarken ve özel sektörün yatırım kararları üzerinde dururken, yeni finansal araçlar ve finansal ilişkiler bu süreci daha karmaşık hale getirmiştir. Bu nedenle modern finansal piyasaları açıklayabilmek açısından yapısalıcı içsellik yaklaşımı daha önem kazanmaktadır. Yapısalıcı içsellik yaklaşımı, para arzının tamamen para talebi tarafından belirlendiğini ileri süren uyumcu içsel para arzı yaklaşımını reddederek, finansal sistemde hem faiz oranının hem de para arzının içsel olarak belirlendiğini ve Şekil 2'de gösterildiği üzere para arzı fonksiyonunun yukarı doğru eğimli olduğunu ileri sürmektedir. Bu yaklaşımda, para arzının yaratılma sürecinde; büyük bir inisiyatife sahip olan merkez bankasının yanında finansal yenilikler, finansal piyasaların likidite tercihi, belirsizlik, kredi tayinlaması, finansal kırılmalıklar gibi faktörlerin de önemli olduğu savunulmuştur. Yapısalıcı içsellik yaklaşımında para politikasının, finansal istikrarı veya sadece faiz oranlarının istikrarını sağlamak için yetersiz olduğu, dolayısıyla kredi kontrollerinin ve düzenlemelerinin finansal yeniliklerin yarattığı istikrarsızlıkları önlemek için gerekli olduğunu öne sürülmüştür(Özgür, 2008: 71).

## Şekil 2. Pozitif Eğimli Para Arzı Eğrisi



Yapısalcı içsellik yaklaşımı, finansal yenilikleri dikkate alması bakımından uyumlu içsellik yaklaşımında ayrılmaktadır. Bu noktada bankaların bu finansal yenilikleri neden yaptığı tartışması ortaya çıkmış ve 1990'lar boyunca uyumcular ve yapısalcılar adı verilen küçük bir grup arasında söz konusu tartışma sürmüştür<sup>19</sup>. Bir grup yapısalcı Post Keynesyen iktisatçı, finansal kurumların kâr elde etmeye çalıştıklarını ve yeni fırsatlardan bazı avantajlar sağlamak için yenilik yaptıklarını savunurlar. Bankalar arz koşullarını ihmal ederek talep edilen miktarda ödünç verir; ancak bu bankaların pasif olduğu anlamına gelmektedir. Diğer bir grup yapısalcılar, bankaların yeterince aktif olduklarını, durmadan rezervlerinden tasarruf etmek için yeni finansal araçlar yarattığını savunurlar<sup>20</sup>. Bankalar, yeni araçları, faiz oranı kontrollerini bertaraf etmek veya Basel II sermaye gerekliliğinden kurtulmak veya sermaye kayıplarından kaçınmak için varlıklarını bilançolarından çıkarıp menkul kıymetleştirmek (securitization) için yarattığı söylenebilir. Açıkçası buradaki örnekler pasif bankaların davranışlarından çok aktif varlık ve yükümlülük yönetimine yöneliktir(Wray, 2007: 12).

Yapısalcı iktisatçılara göre banka rezervleri finansal yenilikler sayesinde bankalar tarafından karşılanır. Yapısal içsellik anlayışı Minsky(1957) ile başlamıştır ve Minsky yaptığı çalışmada paranın içselleşme sürecini finansal yenilik ile

<sup>19</sup> Goodhart 1998, Meulendyke 1988, Moore 1991, Moore 1991, Palley 1991, Pollin 1991, Rousseas 1986 çalışmalarına bakılabilir.

<sup>20</sup> 1957'de ABD'de Minsky, Fed fonları piyasasının, yüksek faiz oranlarına bir reaksiyon olarak ortaya çıktığını ve bankaların ellerinde tuttukları rezervleri azaltmaya çalıştıklarını örnek olarak göstermiştir.

açıklamıştır. Çünkü finansal yenilikler para yaratma süreçlerini ortaya çıkarır. Bankalar merkez bankasının para arzını daraltan sıkı para politikası uygulamasını finansal yenilikler aracılığıyla engellemektedir. Merkez bankası uyumcuların iddia ettikleri gibi, bankaların tüm rezerv ihtiyaçlarını karşılayarak uyumcu davranmayabilir. Bankalar, kullanabilecekleri rezervlerde bir miktar kısıtıyla karşılaştıklarında <sup>21</sup>yenilikçi borç yönetimi ile rezerv ihtiyaçlarının karşılamanın bir yolunu bulurlar. Bankalararası para piyasaları, Eurodolar hesapları ve mevduat sertifikalarının doğuşu bu ihtiyaçtan kaynaklanmıştır. Dolayısıyla bu yaklaşım yapısal içsellik olarak tanımlanmıştır(Özgür, 2008: 56).

Minsky'e göre sıkı para politikaları, faizlerin artırılması sonucu kredi talebinin azaltılması ile mümkün olabilmektedir. Faizlerin artması sonucu, finansal sistem yeni kredi taleplerini karşılayabilmek için varolan kaynaklarını en etkin şekilde kullanmaya ve sıkı para politikası karşısında paranın dolanım hızının artmasını sağlayacak yeni finansal araçlar geliştirmeye çalışacaklardır. Bankaların bu girişimi merkez bankasının koyduğu parasal kısıtlara olan tepkilerden kaynaklanmaktadır. Merkez bankasının bu durumda sıkı para politikasını etkin bir şekilde uygulamasının tek yolu, faizdeki artışı ekonomide girişimcilerin kâr beklentilerini yok edecek seviyeye getirmektir. Bu şekilde ekonomide durgunluk yaratılabilir ve sıkı para politikası başarıya ulaşmış olur. Minsky'e göre merkez bankalarının finansal istikrarı sağlamak için banka bilançolarını denetlemesi gerekmektedir. Bankaların riskli davranışları ve başarısızlıklarına, finansal istikrarı sağlamak amacıyla müdahale edilmesi, aslında bankaların bu şekilde hareket etmesine yol açmaktadır.

Uyumcu iktisatçıların iddia ettiğinin aksine para arzı içselliği yaklaşımı, likidite tercihi teorisini reddetmeyi gerektirmemektedir. Para arzının içselliği yaklaşımında, faiz oranlarının belirlenmesi likidite tercihi teorisiyle çelişmemektedir. Aksine likidite tercihi teorisi içsel para yaratılması sürecinde merkezi bir yer tutar. Örneğin bankaların merkez bankasından reeskont faizi ile borç alıp bu oranın üzerine bir kâr marjı ekleyerek kredi vermesinin ötesinde görevlerinin olduğu söylenebilir. Ticari bankalar piyasanın kredi ihtiyaçlarını pasif bir biçimde karşılayan kuruluşlar

---

<sup>21</sup> Örneğin merkez bankası açık piyasa işlemleri (APİ) yoluyla bankalararası piyasada likidite miktarını kısıtabilir.

değil kredi genişleme sürecini aktif olarak belirleyen finans kuruluşlarıdır. Bu görüşe göre bankaların kredi açıp açmama kararı, ekonomide faiz oranlarını belirlemede temel rol oynar. Artan kredi talebi, faiz oranlarının artmasına yol açmaz. Yani faiz oranları uyumcuların iddia ettikleri gibi kâr marjı tarafından belirlenmez (Özgür, 2008: 65).

Wray(1990: 158)' göre Keynes'in likidite tercihi teorisinde eksik kalan yönler vardır. Örneğin hangi şartlarda bankaların kredi vermede isteksiz davranacakları açıklanmamıştır. Bunu Wray, Minsky'nin "Finansal İstikrarsızlık Hipotezi"yle açıklamıştır. Ekonomide özel sektörün sermaye borç oranlarının artması bankacılık sektörünün verdiği kredileri kısmasına neden olacak diğer taraftan ekonomik büyüme dönemlerinde özel sektörün kâr beklentilerinin artması sonucunda bankaların verdiği kredilerde artış yaşanacaktır.

Dow ve Dow(1989)'a göre likidite tercihi ile içsel para teorisi birbirini tamamlamaktadır. Likidite talebi bir taraftan bankaların kredi artırma istekleri diğer taraftan kârlı yatırım beklentileri tarafından belirlenmektedir. Bu davranış türü birbiriyle sıkı sıkıya bağlıdır. Bu bakış açısına göre faiz oranları bir ekonomi içindeki bütün bileşenler tarafından belirlenir. Bu nedenle ne merkez bankası ne de mevduat bankaları bu süreçte birbirinden bağımsız olamaz, kredi talebinin karşılanması sürecinde gerek borçlular, gerekse alacaklılar birlikte faiz oranlarının belirlenme sürecinde rol oynar. Bunun yanı sıra Dow'un içsel kredi/likidite tercihi modelinde para arzı merkez bankası, bankalar ve banka dışı kamu kesimi tarafından birlikte belirlenmektedir.

Yapısal içsel para arzı yaklaşımı içsel para teorisine finansal işlemleri, finansal yenilikleri, kırılganlıkları dahil etmiştir. Örneğin Dow ve Dow menkul kıymet piyasalarında ortaya çıkan değer artışının kredi talebini artırabileceğini ortaya koymuştur (Özgür, 2008: 71). Palley, para talebinin ev ve hisse senedi fiyatları gibi GSYİH'de yer almayan işlemler tarafından etkileneceğini belirtmiştir. Son dönemlerde yapısal içsel para teorisinin ve sinai kredilerin ötesinde, kredi

genişlemesine neden olan finansal gelişmelerin incelenmesi yönünde bir eğilim oluşmuştur.

Bazı yapısalcılar rezerv arzını kısmak için miktar kontrollerinin kullanabileceğini savunmaktadır. Bu durumdan bankacılık sisteminin miktar kısıtlamalarını bertaraf etmeye çalışmaları sorumludur. Öncelikle merkez bankaları gecelik faiz oranlarını hedefler ve daha sonra rezerv taleplerine uyum sağlar. Hedeflenen faiz oranından sapma olduğunda eğer faiz oranı belirlenen bandın altında ya da üstünde yer alıyorsa merkez bankası müdahale eder bu sapmayı düzeltir. Rezerv talebinin faiz esnekliği sıfır olmasından dolayı gecelik faiz oranının piyasa güçlerinin belirlemesine izin verilmesi olanaksızdır ve rezerv üzerindeki miktar kontrolleri etkin değildir. Dolayısıyla merkez bankaları ve diğer finansal kuruluşlar kâr sağlamaya çalışan kuruluşlar olarak görülmeli ve merkez bankası, rezervler üzerinde miktar kontrolleri yapmak yerine yenilikleri teşvik etmelidir.

Genel bir değerlendirme yapılacak olunursa, bankaları finansal yenilik yapmaya yönelten merkez bankası politikaları olabilir. Merkez bankasının kısıtlayıcı politikalarının aşılması için bankalar yeni finansal uygulamalar geliştirmekte ya da yükümlülük yönetimiyle ilgili bankacılık uygulamalarına yönelebilmektedir. Örneğin bankalar kendilerine yönelen tasarrufları mevduatlar yerine, karşılık oranı daha düşük finansal araçlara yönlendirmeye çalışmakta, bu sayede de ekonomide para arzı içselleşmektedir.

Finansal tekniklerindeki gelişmeler esasen sıkı para politikasının kısıtlarını aşmak isteyen finansal sistemin yarattığı bir sonuçtur. Dolayısıyla faiz oranlarının değişmediği bir ortamda, yeni finansal araçlar, teknikler daha az görülecektir. Minsky'nin "finansal istikrarsızlık hipotezi"ne göre uygulanacak olan sıkı para politikası ve faizlerin artırılması yeterli olmayacaktır. Ancak para arzının dışsal olması yani para arzının tamamen merkez bankasının kontrolü altında olması durumunda sıkı para politikasıyla istenilen sonuca ulaşılabilir. Yapısalcı Post Keynesyen iktisatçılar para arzının içselliğini kabul ettikleri için para miktarının kontrolü üzerine inşa edilen para politikalarının etkisiz olduğuna inanmaktadırlar.

Merkez bankasının etkin bir para politikası uygulaması için para arzını değil, bankaların rezerv oranlarını kontrol etmeleri gerektiğini savunmaktadır. Bankalar, konjonktürel dalgalanmalar ve istikrarsızlık üzerindeki etkileri nedeniyle daha iyi incelenmelidir(Pollin, 1992: 42). Örneğin ekonomide genişleme sürecindeyken firmalar daha fazla borçlanarak kâr fırsatlarını değerlendirmeye çalışacak, bankalar bu durumda bu firmaları güvenli bir şekilde finanse edemeyecek ve ekonomide spekülâtif finansman yönteminin ağırlığı artacaktır. Bu anlamda merkez bankası, ekonomideki istikrarı sağlamak için bankaları iyi denetlenmesi gerekecektir.

Merkez bankası Minsky(1986)'e göre, bankalar tarafından takip edilmektedir ve bankalar ve merkez bankası, kazananın sürekli olarak bankaların olduğu bir oyun oynamaktadır. Bu oyunda merkez bankasının faiz oranlarını ve zorunlu karşılık oranlarını bankalara empoze ederek, para piyasasında işlem yaparak ve para arzını belirleyerek oyunun kurallarını ortaya koyduğu düşünülür. Ancak Minsky'e göre bankacılar genellikle merkez bankası bürokratlarından daha atak davranarak onları şaşırtmakta ve oyunu kazanmanın yeni yollarını bulmaktadır. Dolayısıyla bankacıların bu davranışı daima ekonomik istikrarı bozucu yönde olmaktadır. Bu olgunun gerçek kaybedenleri ise enflasyon ve işsizlikten zarar görenlerdir(Minsky, 1986: 250).

Minsky'e göre bankalar ya merkez bankasından borçlanmayı ya da para piyasalarından borçlanmayı seçecektir. Merkez bankasından borçlanma, genelde daha maliyetli olacağı için, bankalar çoğunlukla para piyasasından borçlanırlar. Dolayısıyla piyasalarda daha fazla fona sahip olan kuruluşlar, fon ihtiyacı olan kesimlere borç vermeye istekli olacaklardır. Bununla birlikte merkez bankasının sıkı para politikaları, finansal yenilikleri teşvik etmektedir ve Minsky(1986)'e göre likidite kısıtlarını aşmaya yönelik bu tür yeniliklerin ortaya çıkışı tarihsel olarak da gözlemlenebilmektedir. Ancak para arzının içselliği konusunda Minsky de, finansal yeniliklerin ve buluşların borç artışıdaki etkisinin merkez bankasının kısıtlamaları olmadığı bir durumla karşılaştırıldığında, yine de yetersiz kalacağını ifade eder. Burada önemli olan merkez bankası müdahalelerinin ekonomideki gidişatı yavaşlatsa bile, bu eğilimi tersine çevirmede yetersiz kalacak olmasıdır (Taylor, 2004: 265).

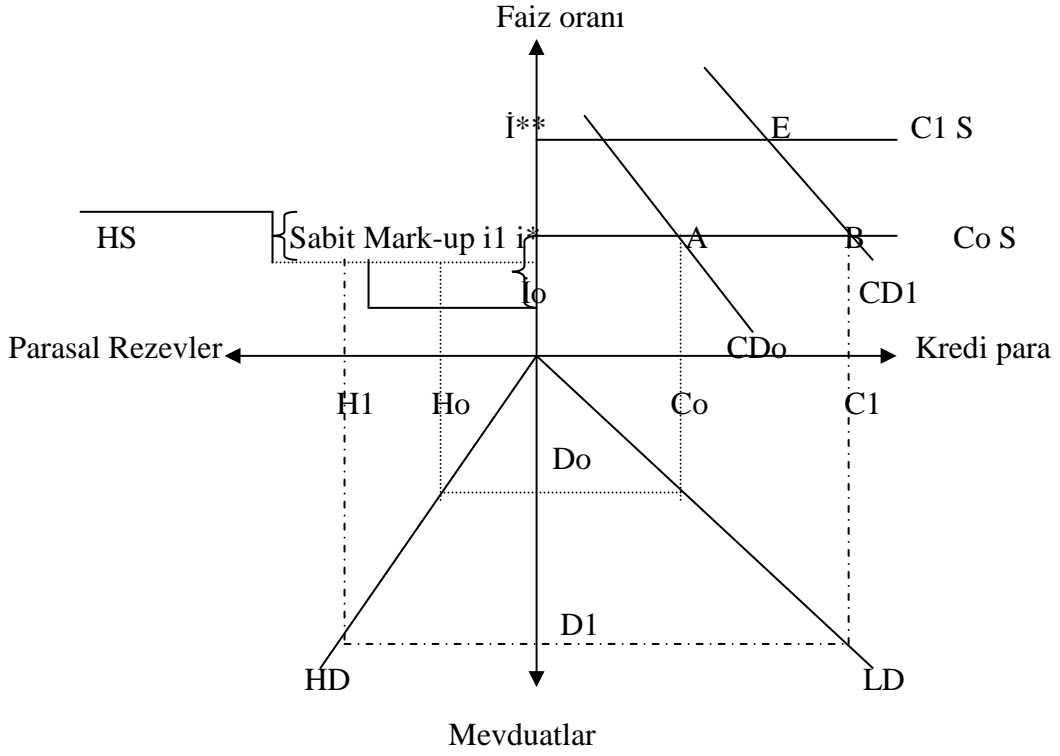
### **1.4.2.3 Uyumcu ve Yapısalıcı İçsellik Yaklaşımları Arasındaki Benzerlikler ve Farklılıklar**

Uyumcu içsellik yaklaşımı, merkez bankasının faiz oranını belirlediğini savunmaktadır. Uzun dönemde ise faiz oranının piyasadaki karar birimlerinin beklentileri tarafından belirleneceğini öne sürmektedir. Dolayısıyla para politikası parasal büyüklüklerden daha ziyade faiz oranlarını kontrol etmeye yöneliktir. Bu durumda uyumcu iktisatçılar merkez bankasına çok fazla aktif rol yüklememektedirler.

Bununla birlikte yapısalıcı içsellik yaklaşımında daha kapsamlı politikalar üzerinde durulmaktadır. Çünkü yapısalcılara göre merkez bankasının uyguladığı farklı para politikaları karşısında piyasalar farklı tepkiler göstermektedir ve merkez bankasının bu tepkileri çok iyi analiz ederek piyasalarla her aşamada etkileşim halinde olması gerekir. Bu durumda daha aktif para politikası önem kazanmaktadır. Merkez bankası farklı dönemlerde farklı ekonomik değişkenleri hedef almasının yanında herhangi bir kriz anında bu hedefi bırakarak piyasaya likidite sağlamak zorunda kalmaktadır. Çünkü merkez bankalarının ekonomik istikrarsızlığı önlemeye yönelik politikalar ve düzenlemeler geliştirmesi gerekmektedir.

Uyumcu ve yapısalıcı içsellik yaklaşımları arasındaki benzerlikleri ve farklılıkları para arzı süreci grafikleri yardımıyla açıklamak mümkündür. Söz konusu grafiklerde rezerv talebi ve arzı, rezerv akımı, kredi para arzı ve talebi yer almakta ve bunların ekonomik birimlerin likidite tercihlerini nasıl etkiledikleri dörtlü grafik aracılığıyla ortaya konulmaya çalışılmıştır. Şekil 3'deki dörtlü grafik ve süreç Palley'in 1994 ve 1996 yılındaki çalışmalarından hareketle açıklanmaktadır(Fontana, 2003: 301).

**Şekil 3. Para Yaratma sürecinin Grafiksel Gösterimi**



**Kaynak:** Fontana, 2003, s. 302.

Dörtlü grafiğin sağ üst panelinde kredi para piyasası gösterilmektedir. CS banka parası arz eğrisini,  $i^*$  kısa vadeli faiz oranını, CD banka kredi talebini ifade eder. Kısa vadeli faiz oranı,  $i_0$  faiz oranı üzerine belli bir kâr marjı koyularak belirlenir. Banka parası arz eğrisi (CS) belli bir faiz oranı ( $i^*$ ) üzerinden sonsuz esneklikte. Banka kredi talebi (CD) borçlanma maliyetinin azalan bir fonksiyondur. Banka kredi talebinde meydana gelen genişleme kredi talep doğrusunun (CD) yukarı doğru kaymasına neden olur. Banka parası arz eğrisi ise bankaların kredi piyasasındaki yeni gelişmelere, yeni banka kredileri arz ederek karşılık vermesi sonucunda yukarı doğru kayar. Toplam kredi hacmi bu iki eğrinin kesiştiği düzeyde meydana gelir.

Sol üst panelde parasal rezerv ve kısa vadeli faiz oranları arasındaki ilişkiler gösterilmektedir. HS doğrusu, rezerv arzını göstermektedir ve HS belli bir faiz oranı üzerinden sonsuz esneklikte. Parasal tabandaki genişleme HS'nin yukarı doğru



kaymasına neden olur. Yapısalci içsellik yaklaşımında HS'nin yukarı doğru kayması, faiz oranları üzerinde baskı yaratır. Uyumcu içsellik yaklaşımı ve Yapısalci içsellik yaklaşımı HS'nin konumu konusuna farklı yaklaşmaktadırlar. HS'nin belli bir faiz oranından sonsuz esnek olması ve HS'nin yatay olarak çizilmesi uyumcu içsellik yaklaşımına uygundur. Çünkü merkez bankası, bankalara fon sağlama konusunda tam uyumcudur. Yapısalci içsellik yaklaşımında ise merkez bankası riski ve borcunu ödemeyen bankalara fon sağlamak konusunda isteksiz olabilirler. Bu durumda HS eğrisinde hızlı bir kayma meydana gelir ve HS eğrisi dik bir konuma gelir.

Aşağı soldaki panelde parasal rezervler ve mevduatlar arasındaki ilişki gösterilmiştir. HD rezerv talebini göstermektedir. Rezerv talebi (HD), banka mevduat düzeyiyle birlikte rezerv arzını(Ho) belirler. HD eğrisindeki kaymalar zorunlu rezerv oranlarına ve bankaların davranışlarına bağlıdır.

Aşağı sağdaki panel kredi para ve mevduatlar arasındaki ilişkiyi gösterir. LD doğrusu üzerinde dengede olan bankaların varlıklarıyla yükümlülükleri birbirine eşit olması gerekir. LD doğrusu hane halkının sabit bir oranda varlık tuttuğu varsayımına dayalı olarak çizilir(Palley, 1994: 73). Banka kredi talebindeki bir değişim, diğer koşullar veri iken, banka mevduatları ve rezervleri seviyesinde oransal bir değişmeye yol açar.

Dörtlü grafik aracılığıyla merkez bankasının parasal durumdaki değişmelerin kredi piyasasında ne tür etkiler doğurduğu gösterilmektedir. Kredi talebinde meydana gelen genişleme, kredi talep doğrusunun (CD) yukarı doğru kaymasına neden olur. Bunun sonucunda rezerv talebi Ho'dan H1'e yükselir. Merkez bankası bu artan rezerv talebini daha yüksek kısa vadeli faiz oranından (i1) karşılamaya karar verebilir. Rezerv piyasasında oluşan bu yeni koşullara, kredi piyasaları yeni banka kredileri arz ederek karşılık verirler. Bu nedenle banka parası (kredi para) arz doğrusu (CS) yukarıya doğru kayar<sup>22</sup>. "Krediler mevduatları yaratır" şeklindeki Post

---

<sup>22</sup> Sağ üstteki panelde A noktası başlangıçtaki denge noktasını gösterir. Bu noktada banka para talebi doğrusu ile banka parası arz doğrusu kesişmektedir. E ve B denge noktaları kredi arz ve talep

Keynesyen görüşe uygun olarak aşağı sağ panelde CD doğrusu yoluyla mevduat arzının kredi piyasasında dengeye gelmesini sağlayan koşullar oluşmaktadır. Bu durumda mevduat düzeyi  $D_0$ 'dan  $D_1$ 'e yükselir. Mevduat düzeyinin artması sonucu parasal rezervler artar ve  $H_0$  düzeyinden  $H_1$  düzeyine ulaşır. Dolayısıyla başlangıçtaki kredi talebindeki genişleme, parasal rezervlerin ve yeni para arzının artmasına yol açmıştır(Fontana, 2003: 303). Bu dörtlü grafik şunu göstermektedir; bankalar borçlanma faaliyetleri için merkez bankasının davranışlarına ve para yaratma süreci içinde ekonomik karar birimlerinin likidite tercihine güvenmektedirler. Bu yüzden merkez bankası davranışları ve para yaratma süreci içinde ekonomik karar birimlerinin likidite tercihleri üzerindeki etkisi içsel para teorisinin bir parçasıdır.

Yapısalcılar yatay kredi arzı doğrusuna (CS) karşı çıkmışlardır. Çünkü merkez bankası, bankaların rezerv taleplerine uyum sağlamayabilir. Diğer bir neden ise merkez bankası davranışlarının dikkate alınmaması ve bankaların likidite tercihlerine odaklanılmamasıdır. Yapısalıcı içsellik yaklaşımında yatay kredi para arzı (CS) doğrusuna karşı ileri sürülen ilk argüman merkez bankası reaksiyon fonksiyonuyla bağlantılıdır. Uyumcu içsellik yaklaşımını savunan Moore, merkez bankası tepki fonksiyonunu kısa vadeli faiz oranları ve rezerv talebindeki değişimler arasındaki ilişkilerle açıklamışlardır. Uyumcu iktisatçılara göre, merkez bankası tepki fonksiyonu sonsuz esnektir. Yapısalcılar ise daha az esnek bir tepki fonksiyonunu savunmaktadırlar. Merkez bankasının gerçekleştireceği farklı amaçları vardır. Bu nedenle bankaların rezerv taleplerine tamamen uyum sağlama politikaları uygulanması mümkün değildir.

Yapısalcıların yatay kredi arzı (CS) doğrusuna karşı ileri sürdüğü ikinci argüman ise banka davranışlarıyla ilgilidir. Yapısalcılar bankaların likidite tercihlerinin hem kredi paranın miktarını hem de fiyatını belirlemede önemli bir rol oynadığını savunmaktadır. Yapısalcılara göre banka bilançolarındaki genişleme sadece faiz oranlarında artış meydana getirir. Bu iddia uyumcuların bu konudaki görüşleriyle tamamen zıttır. Uyumculara göre tüm bankalar borçlanma faaliyetlerini

---

doğrularındaki kaymalara bağlıdır. E denge noktası B denge noktasına göre daha idealdir. Çünkü E denge noktasında kredi piyasalarındaki gelişmelere daha fazla uyum sağlanmıştır.

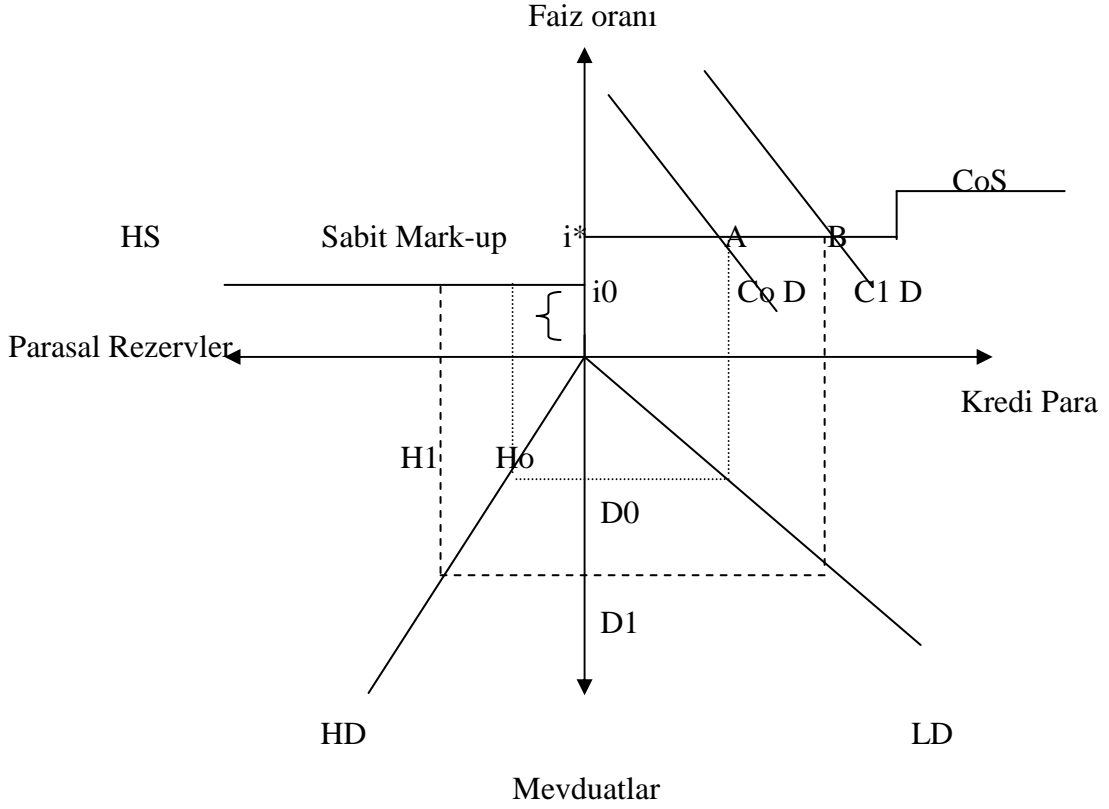
artırdığı sürece bankaların hiçbirinin portföylerinin likiditesi değişmez. Tüm bankaların likidite tercihi kredi para yaratma süreci üzerinde bir baskı yaratmamaktadır. Sonuç olarak, Makro ekonomiyi ve Mikro ekonomiyi birbirinden ayırmak mümkün olmadığı için konuyu farklı bir şekilde tartışmak zor görünmektedir.

Şekil 4 ve Şekil 5’de yapısalıcı ve uyumcu içsellik yaklaşımlarında, bankaların ekonominin genişleme ya da daralma dönemlerindeki likidite tercihleri açıklanmaya çalışılmıştır. Ayrıca bankaların portföy tercihlerinden etkilenen kredi para piyasalarının nasıl çalıştığı da bu iki yaklaşıma göre gösterilmiştir. Basitleştirme amacıyla rezerv arzının  $i$  faiz oranında sonsuz esnek olduğu varsayılmıştır. Yukarı sağ panelinde banka kredi arz (Co S) fiyatı hâla kısa vadeli faiz oranları üzerine kâr marjı konularak belirlenmektedir. Bununla birlikte kâr marjı bankaların likidite tercihi ve kredi riskinin bir fonksiyonudur ve tahminlenen borçların geri ödenmeme riskine ve daha önemlisi banka portföylerinin hacmine ve içeriğine bağlıdır (Fontana, 2003: 304).

Yapısalıcılara göre öncelikle bankalar kredi kanalını düzenler ve borçlanıcılar bu kanal üzerinden sabit bir faiz oranı üzerinden krediden yararlanır. Bankalar, borçlanıcılar kredi talebini artırdıklarında riskin artması nedeniyle kredi arz fiyatını artırabileceklerdir. Ancak buradaki iki argüman uyumcuların yatay kredi para arzı görüşüyle beraber, kredi para arzı eğrisinin (Co S) her birinin farklı bir faiz oranı politikasını gösterdiği farklı kanallar boyunca yukarıya doğru kayabildiğini gösterir. Bankaların portföy içerikleri ve hacmi ile ilgili seçimleri kredi para arz eğrisinin konumunu etkiler. Bunun ötesinde bankaların ekonominin durumu ile ilgili algısı kredi para arz eğrisinin yatay kısmının uzunluğunu yani bankaların ne kadar süre kredi arz fiyatını sabit tutacağını belirler. Ekonominin genişleme dönemlerinde (Şekil 4) bu yatay doğrunun uzun olduğu ancak ekonominin daralma dönemlerinde (Şekil 5) ise daha kısa olduğunu söylenebilir. Kredi para talebindeki değişimler, diğer koşullar veri iken, banka mevduat seviyesinde ve rezervler üzerinde değişmelere yol açar. Ancak kredi talebindeki değişimler sonucunda, faiz oranlarının değişip değişmeyeceği oldukça tartışmalı bir konudur. Aşağıdaki şekiller,

ekonominin içinde bulunduğu koşullara göre faiz oranlarındaki değişimleri göstermektedir.

**Şekil 4. Ekonominin Genişleme Aşaması (Durum A)**

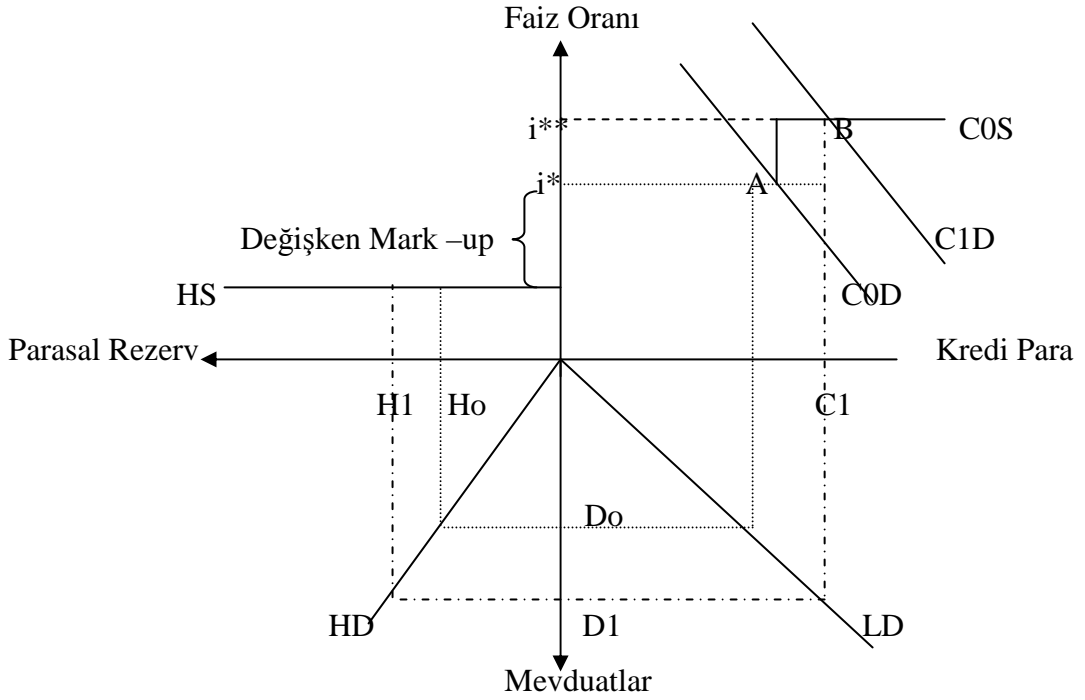


**Kaynak:** Fontana, 2003, s. 305.

Sağ üst panelde kredi para arz ve talebi  $Co S$  ve  $Co D$  ile gösterilir ve kredi piyasasında denge A noktasında oluşur. Bankalar ekonominin genişleme aşamasında olduğuna inandıklarında ( $CoS$ ,  $i^*$  faiz düzeyinde daha uzun bir yatay eğri olacaktır) bankaların algılamalarına göre borçların geri ödenmeme riski düşük olacaktır ve borçlanıcıların yatırımlarının getiri oranlarıyla ilgili beklentileri yüksek olacaktır. Kredi para talep doğrusunun ( $C1D$ ) sağa doğru kaymasıyla bankalar  $i^*$  faiz oranından tam uyumlu davranacaklardır yani kredi para talebini karşılayacaklardır. Bankalar beklentilerini revize etmedikleri sürece kredi arz eğrisi, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranı ( $i_0$ ) üzerine eklenen sabit bir kâr payı (mark-up) ile belirlenen faiz oranından, yatay bir doğru olarak düşünülebilir. Kredi piyasasında yeni denge

noktası (D1) mevduat düzeyinde ve (H1) rezerv düzeyinde (B) noktasında oluşur. Ekonominin genişleme aşamasında faiz oranları değişmemektedir. CS doğrusu ne kadar uzun bir yatay doğru ise aynı faiz oranından daha fazla kredi talebi karşılanacaktır.

**Şekil 5. Ekonominin Daralma Aşaması (Durum B)**



**Kaynak:** Fontana, 2003, s. 306.

Önceki durumda olduğu gibi kredi para arz ve talebi  $C_0 S$  ve  $C_0 D$  ile gösterilir ve sağ üst panelde kredi piyasasında denge A noktasında oluşur. Bankalar ekonominin daralma aşamasında olduğuna inandıklarında ( $C_0 S$  daha kısa bir yatay eğri olacaktır) bankaların algılamalarına göre borçların geri ödenmeme riski yüksek olacaktır. Daha önemlisi bankaların likidite tercihi yüksek olacaktır. Kredi para talep doğrusundaki sağa doğru kayma ( $C_1 D$ ) bankalar tarafından ancak daha yüksek bir faiz oranından karşılanacaktır. Ekonomideki geri gidiş üzerine bankalar önceki beklentilerini revize ederler. Bu durumda merkez bankasının kısa vadeli faiz oranları üzerine eklenen kâr payı yükselecek, bu da kredi arz fiyatı ( $i^{**}$ )'ye yükseltecektir. Kredi piyasasında yeni denge noktası (D1) mevduat düzeyinde ve (H1) rezerv

düzeyinde (B) noktasında oluşacaktır. Dolayısıyla ekonominin daralma aşamasında kredi talebi daha yüksek bir faiz üzerinden karşılanacaktır.

Şekil 4 ve Şekil 5’de yapısalıcı ve uyumcu içsel para görüşünün uzlaştırılması için atılan adımlar gösterilmiştir. Uyumcu iktisatçılar borçlanıcıların minimum risklilik düzeyine sahip oldukları sürece kredi taleplerine belli bir faiz oranından tamamen uyum sağlayacaklarını savunmaktadır. Ancak bankaların likidite tercihlerini göz önüne alarak faiz oranlarını düzeltebilecekleri gerçeğini dikkate almamışlardır. Yapısalıcılar ise bankaların belirsiz bir iş dünyasıyla yüzleşecekleri konusunda ısrarcı davranmışlardır. Bu nedenle kredi arz fiyatı kredi para arzıyla birlikte artar. Dolayısıyla bankalar, sürekli olarak borçların geri ödenmeme riskini, portföylerinin içeriğine ve hacmine uygun olarak revize ederler. Sonuçta yapısalıcı ve uyumcu içsellik yaklaşımları arasındaki temel farklılığın bankaların kredi riski ve kârlılık beklentileri ile ilgili farklı varsayımları olduğu söylenebilir. Uyumcular bankaların davranışlarına beklentilerin değişmeyeceği varsayımı altında bakarken, yapısalıcılar bankaların bu beklentilerini revize edebilme durumunu da dikkate almaktadırlar (Fontana, 2003: 307).

### **1.4.3 Post Keynesyen Teoride Bankaların Rolü**

İktisat okulları, bankalara yükledikleri işlev açısından da birbirlerinden farklılaşmaktadır. Neo Klasik iktisatçılar bankaları, fon arz edenlerle fon talep edenleri bir araya getiren kurumlar olarak görürken, Post Keynesyen iktisatçılar bankaları para arzını içselleştiren ve yatırımları, dolayısıyla ekonomideki faaliyetleri etkileyen bir kurum olarak görmüşlerdir. Dolayısıyla bankacılık sistemine önemli makro ekonomik fonksiyonlar yüklemişlerdir.

Chick’in bankacılık sisteminin evrimi yaklaşımı, bankacılık sistemi gelişirken bankacılık sisteminde değişen nedensellik ilişkilerinin belirlenmesi ve bunun teori seçimini nasıl etkilediğini göstermesi açısından önemlidir. Chick(1986), bankaları tarihsel bir süreç içinde ele almış ve bankaların uyguladıkları borç yönetimi nedeniyle likit varlıkların minimum düzeye inmesi sonucu, ekonomide bu durumun

kırılganlık yarattığı olgusunun üzerinde durmuştur. Chick'e göre bankaların likiditeye olan bağımlılığın azalması makro ekonomik bir kırılganlık yaratmıştır. Dolayısıyla Chick (1986) yaptığı çalışmasında banka varlıklarındaki değişmelerle rezerv ve kredilerin arasındaki ilişkileri ortaya koymuştur. Bankacılığın evrimi (Banking History) şu aşamalardan geçmiştir(Chick, 1986: 111-126):

18. yy'da finansal kuruluşlar yani Anglo-Amerikan Bankaları, bankerlikten taşra bankacılığına doğru yönelmiştir. Bu bankalar, tüccarların ticari ödemeleri gibi işlemler için banknotlar çıkarmışlardır. Bu banknotlar kısa vadeli mevduatlar gibi altın karşılığına sahiptir. Ayrıca bunlar kısa vadeli borç vermeyi desteklemek için kullanılmaktadır. Bankacılığın bu aşamasında para arzındaki değişmeden ( $\Delta M$ ) rezerv ( $\Delta H$ ) ve kredilerdeki değişmeye ( $\Delta L$ ) doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi söz konusudur. Para arzında meydana gelen artışlar rezervleri artıracaktır. Dolayısıyla rezervlerin artması sonucu verilen krediler artacaktır.

$$\Delta M \rightarrow \Delta H \text{ ve } \Delta L \quad (1)$$

Söz konusu dönemde; İngiltere ve Amerika'da, banknot basma hakkı üzerine mücadeleler yaşanmıştır. İngiltere Merkez Bankası, para basma konusunda monopol olarak hareket edebilmek için 18.yy boyunca oldukça mücadele vermiştir. Ancak monopol hakkını elde edememiştir. Amerika'nın para basma hakkını kazanmasından sonra ulusal bankalar, hükümetin savaş nedeniyle yapılan harcamalar gibi borçlarını finanse etmek için para basmaya başlamıştır. Bu gelişmelerden sonra özellikle New York ve Chigaco gibi merkezlerde muhabir banka sistemi ortaya çıkmıştır. İngiltere Merkez Bankası, taşra bankalarının(country banks) fazlalık fonlarını tutmaya başlamıştır. Taşra bankalarının rezervleri metal paradan, İngiltere Merkez Bankasının çıkardığı banknotlara ya da New York ve Chigaco gibi merkezlerdeki mevduatlara yöneltmiştir.

İngiltere ve Amerika kredi olanaklarının genişlemesine müsaade etmiştir. ABD'de Federal Rezerv Sisteminin kurulmasıyla birlikte federal bonolar dünya savaşını finanse etmek için basılmıştır. İlk merkez bankası Washington D.C'de

1930'da kurulmuştur. Para arzıyla ilgili tüm bu düzenlemelerin bu dönemlerde başladığı kabul edilir. Bir Keynesyen olan Lauchlin Currie (1934) bu gelişmeler sonucundaki nedensellik ilişkilerini şu şekilde ortaya koymuştur;

$$\Delta H \rightarrow \Delta L \rightarrow \Delta M = \sigma \Delta H \quad (2)$$

Burada  $\sigma$  mevduat çarpanıdır. "Para politikası" ile parasal otorite,  $\Delta H$  veya  $\sigma$ 'nun değerini etkileyebilir. Bu sistemde rezervdeki hızlı bir azalma verilen kredinin kısılmasına yol açar. Merkez bankaları, son ödünç veren mercii olmaları nedeniyle uyumlu olmak zorundadır veya müdahaleler, ihtiyaç duyulan rezervleri yaratmak için veya bir kriz halinde sistemik çöküşü engellemek için yapılır. 2. denklemde rezervlerde meydana gelen hızlı bir azalış, kredilerin azalmasına yol açmıştır. Kredilerin azalması ekonomide para arzını azaltacaktır. Tam tersi bir durumda; eğer rezervler artarsa verilen krediler daha fazla artacaktır. Dolayısıyla ekonomide para arzı da artacaktır.

Eğer kredi talebi ( $\Delta L_d$ ) artarsa kredi para yaratılır. Bankacılık sistemi içinde yer alan kurumlar tarafından "rezervleri artırma gerekliliği" ortaya çıkar. Kredi talebi kendiliğinden faiz oranındaki değişimler tarafından (parasal otorite tarafından kısmi olarak kontrol edilme şartıyla) düzenlenebilir. 3. denklemde kredi talebinde meydana gelen artışlar bankalar tarafından karşılanacaktır. Kredilerin artması ekonomide para arzını artırır. Kredi veren kurumların rezervlerini artırma zorunluluğu nedeniyle rezervlerde de artış gerçekleşecektir. Nedensellik ilişkisi şu şekilde ortaya konmuştur;

$$\Delta L_d = \Delta L \rightarrow \Delta M \rightarrow \Delta H \quad (3)$$

Son yüzyıla dönecek olursak varlık yönetimiyle bankalar, yeni kredi arzı düzeyini belirleyebilir ve kredi verdikten sonra bu açığı kapatacak rezervleri bulmaya çalışabilirler. Bu durumda nedensellik ilişkisi şu şekilde gerçekleşir;

$$\Delta L_s = \Delta L \rightarrow \Delta M \rightarrow \Delta H \quad (4)$$



Gerçek dünyada bankalar kredi yaratır ve yaratılan mevduatlar bu süreçte, rezerv haline gelir. Parasal otorite bu süreci çeşitli araçlarla teşvik edebilir. Bankalar varlık yönetimiyle rezerv zorunluluklarını banka dışındaki kamu sektörüne yönlendirirler. Rezervler ( $\Delta H$ ) artarken verecekleri kredi için federal fon, Eurodolar veya mevduat sertifikası (CD) piyasalarından daha yoğun bir arayışa girerler<sup>23</sup>.

Minsky ve O'nu izleyenler (3) ve (4)'üncü denklemlerin nedensel yapısı hakkında yorum yapmışlardır. Minsky'in parasal /finansal yenilik'e bakışıyla Kaldor ve Moore gibi uyumcuların (daha katı olarak Bankacılık okulu) konuya yaklaşımları arasındaki farka bakmak gerekir. Minsky'e göre bankalar finansal yenilikler yaparak ekonomik faaliyetlerin finansmanını sağlarken, kârlılığını arttırmaya çalışırlar. Ancak bankaların kâr arayışına bağlı olarak oluşturdukları finansal yenilikler, verdikleri borçları arttırarak finansal kırılganlıkları arttırır. Finansal yapı bozulur ve borç/net varlık oranı artar (Minsky, 1957: 173).

Moore, Chick'in bankacılık evrimi yaklaşımını borç yönetimi çerçevesinde iki aşamada ele almıştır. İlk aşamada banka varlıklarının nitelikleri değişmektedir. Bankalar devlet tahvili gibi menkul kıymetleri daha az tutarak daha fazla kredi verme yoluna gidebilirler. Bu durumda finansal piyasalar yapısal olarak değişmiş olur. Krediler ancak merkez bankasının rezervleri artırmasıyla karşılanabilmektedir. Para arzının kontrol edilmesinde şöyle bir asimetrik durum söz konusudur; merkez bankası rezervleri artırdığında, bankaların verdikleri krediler artarken merkez bankasının rezervleri azaltması durumunda bankaların verdikleri krediler azalmamaktadır. Bunun sonucunda merkez bankaları para arzını dışsal olarak arttırabilirken aynı şekilde para arzını azaltmamaktadır.

Borç yönetiminin ikinci aşaması, finansal yeniliklerdir. Bankacılık sisteminin yapısının değişmesiyle, ciro edilebilir mevduat sertifikaları, interbank

---

<sup>23</sup> Buradaki temel nokta, yeniliğin tamamıyla (1)'den (4)'e kadar tüm bu nedensellik ilişkilerini değiştirmesidir. Ekonominin reel ve finansal tarafı arasındaki temel fark şudur; yeni teknoloji sonradan kolayca taklit edilir, ancak uzun dönemde Schumpeterci geri dönüş finansal piyasalar için söz konusu değildir. Bu durum yapısalci iktisatçıların iddialarının önemli nedenlerinden biridir. Bu iddia Hyman Minsky (1975, 1986) tarafından bulunmuştur.

fonları, repo ve Eurodolar gibi toptan fon piyasaları gelişmiştir. Bu gelişmeler sonucunda bankalar miktar alıcı rolünü güçlendirmiştir. Bankalar, müşterilerinin talebi üzerine kolayca kredi arz edebilmektedirler. Dolayısıyla finansal piyasalardaki gelişmelerle beraber bankaların kredi verme sürecinde önemli bir inisiyatife sahip olmasıyla para arzı içselleşmiştir. Merkez bankasının sıkı para politikasına başvurması halinde faiz oranı yükselecek ve finansal piyasalarda istikrarsızlığa neden olacaktır<sup>24</sup>. Moore'a göre merkez bankasının son ödünç veren mercii olası nedeniyle, bankalar daha fazla kredi verebilmektedirler ve dolayısıyla banka kredileri ve mevduatlar talep yanlı olarak belirlenmektedir. Sonuçta para arzı içselleşmektedir. Merkez bankalarının açık piyasa işlemleri yoluyla banka rezervlerini sınırlandırması durumunda ise, bankalar yeni finansal araçlarla müşterilerin kredi taleplerini karşılayacaklardır (Işık, 2004: 239-260 ).

#### **1.4.3.1 Ticari Bankalar ve Merkez Bankası Arasındaki İlişkiler**

Kaldor (1982), Basil Moore (1988) ve Louis-Philippe Rochon (1999) gibi uyumlu içsellik yaklaşımını benimseyen iktisatçılara göre, merkez bankaları, ticari bankacılık sisteminin para talebini karşılamaya hazırdırlar. Bu durumda para arzı tamamen içseldir. Kredi olanaklarının olduğu ekonomilerde paranın içselleştiğini söylenebilir. Bu tür ekonomilerde ticari bankalar merkez bankasından rezerv alma ya da banknot alma zorunluluğuyla karşı karşıya kalmamaktadırlar. Bu durum Şekil 6'deki basitleştirilmiş merkez bankası ve Bankacılık sisteminin bilançoları üzerinden gösterilebilir.

Kural olarak bilanço her zaman dengede olmak zorundadır. Bir başka ifadeyle, örneğin bankacılık sisteminin rezervleri artığında, bu değişimin bankacılık sisteminin diğer varlıklarını azaltmasıyla veya yükümlülüklerinin artmasıyla karşılanması gerekmektedir. Benzer şekilde eğer ticari bankalar rezervlerini artırırsa merkez bankasının yükümlülükleri artar ve bu nedenle merkez bankasının diğer

---

<sup>24</sup> Merkez bankasının sıkı para politikası uygulaması, bankaları finansal yenilikler yapmaya yönlendirmektedir. Bankaların bu finansal araçlar sayesinde kolayca kredi verebilmesi, kredilerin geri ödememe riskini artırarak finansal kırılganlıkları artıracak ve finansal piyasalarda istikrarsızlığa neden olacaktır.

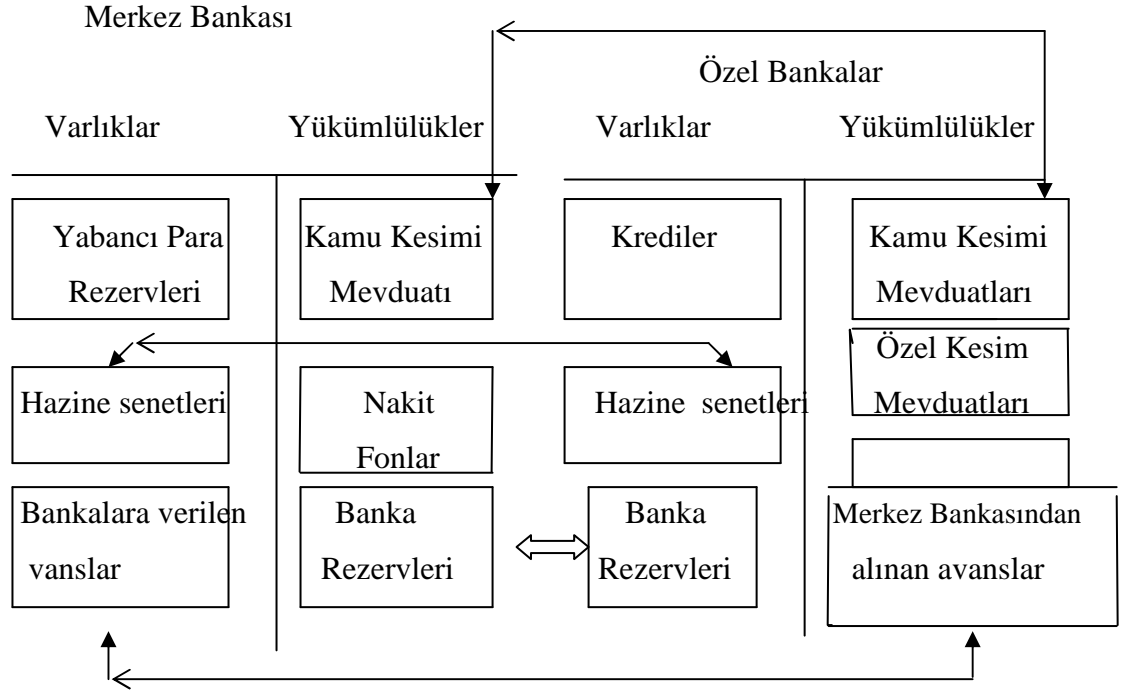
yükümlülüklerini aynı miktarda azaltması ya da varlıklarını artırması gerekmektedir. Kredi olanaklarının olduğu ekonomilerde, ticari bankalar sadece ihtiyaçları olan rezervleri merkez bankasından borçlanarak sağlayabilirler. Bununla birlikte rezervlerdeki bir artış için merkez bankasının ticari bankalara rezerv sağlamaya istekli olması gereklidir(Lavoie, 2006: 61).

Varlığa dayalı ekonomilerin kredi ekonomilerden farklılaşan bir yönü, ticari bankaların merkez bankalarından çok az borçlanmasıdır. Şekil 6'da bankacılık sistemi ve merkez bankası bilançoları gösterilmektedir. Ticari bankalar Şekil 6'da gösterildiği gibi rezerv sağlamak için açık piyasa işlemi olarak bilinen hazine senetlerini merkez bankasına doğrudan satabilir. Günümüzde bu tür işlemler repo<sup>25</sup> olarak gerçekleştirilmektedir. Repo yoluyla fon fazlası bulunan yatırımcıların atıl fonları, fon açığı bulunan kesime belirli bir faiz oranından aktarılmaktadır.

---

<sup>25</sup> Repo ileride geri alma koşuluyla taşınır değerlerin geçici olarak satışını ifade eder. Repo ile taraflardan biri menkul kıymetleri belirli bir vade sonunda, belirli bir fiyattan geri almak üzere satmakta, karşı taraf ise vade sonunda almış olduğu menkul kıymetleri geri satarak, tahakkuk etmiş faizi ile birlikte verdiği parayı geri almaktadır. Burada menkul kıymetlerin satışı sırasında geri satın alınmasına ilişkin bir sözleşme yapılmaktadır. Repo işlemlerinde vade 1 gece (overnight) olabileceği gibi yakın bir tarihe kadar sürebilir. Merkez bankası repo işlemiyle beraber varlıkları satın alarak uzun süre elinde tutmamaktadır. Sadece sonraki gün ve yakın tarihte geri satın alınması şartıyla merkez bankası varlıkları satın almaktadır. Repo işlemiyle merkez bankaları hazine senetleriyle beraber bankalarına 1 günlüğüne rezerv sağlamaktadır.

**Şekil 6. Basitleştirilmiş Bankacılık Sistemi ve Merkez Bankası Bilançosu**



**Kaynak:** Lavoie, 2006, s. 62.

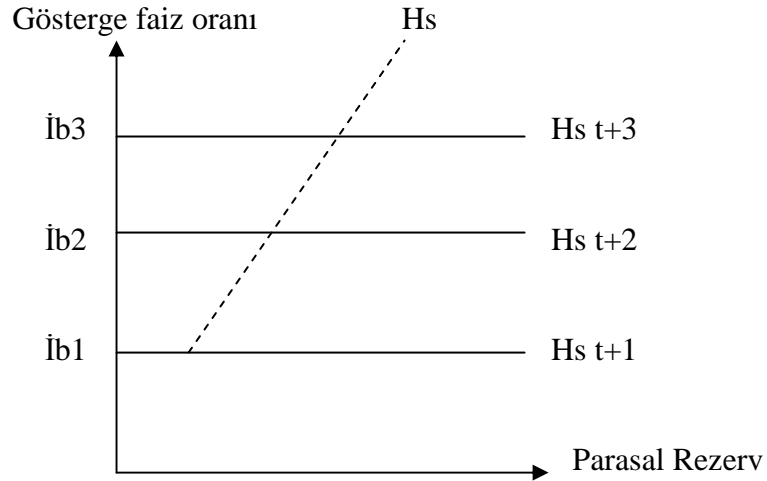
Merkez bankaları, kamu bankalarının mevduatlarını ticari bankalara transfer etmek isteyebilir. Merkez bankası kamu kesimi mevduatlarını ticari bankalarına yönlendirirse bu bankalara kredi sağlamış olur. Böylece merkez bankası rezerv yaratmış olur. Bu durum merkez bankası tarafından sıklıkla kullanılır. Bunu yanı sıra kamu harcamaları ticari banka hesaplarından yapılabilir. Böylece süreç içerisinde para yaratılmaktadır. Hane halkı vergilerini ödediğinde ise tam tersi bir şekilde hane halkının banka hesabından merkez bankalarının hesabına ya da Kamu hesabına transfer olmaktadır ve ticari bankanın rezervleri azalmaktadır. Her iki durumda da merkez bankası kamu mevduatlarının hareketlerinin rezervler üzerindeki etkilerini kontrol edebilir(Lavoie, 2006: 63).

Bankalar ve ticari bankalar arasındaki ilişkiler için merkez bankasının tepki fonksiyonuna bakılacak olunursa; merkez bankası ne para arzını ne de parasal tabanı kontrol edebilir. Gerçekte merkez bankası bankacılık sisteminin gerek duyduğu miktarda likiditeyi her zaman sağlamak zorundadır. Gösterge faiz oranı (benchmark

oranı) merkez bankası tarafından belirli bir süreliğine veya para politikası değişinceye kadar belirlenir. Para politikası değişmediği sürece faiz oranı belirli bir süre için dışsal olacaktır. Bu durum şekil 7 üzerinde veri bir gösterge faiz oranından parasal rezerv eğrisi (HS) yatay olarak gösterilebilir. İb ise gösterge faiz oranı düzeyini göstermektedir.

Merkez bankaları değişik amaçlarla gösterge faiz oranını değiştirebilirler. Örneğin ekonominin aşırı genişleme döneminde, üretim kapasitesinin yüksek ve işsizlik oranının düşük olduğu dönemlerde gösterge faiz oranı da yükselecektir. Bu faiz oranının yükselmesi beraberinde hedeflenen ya da beklenen enflasyon oranının yükselmesi, enflasyonu arttıracaktır. Tam tersi olarak merkez bankası tüketici ve üretici fiyatları yükseldiğinde de gösterge faiz oranını yükseltmeye karar verebilir. Bunun yanı sıra gösterge faiz oranını yurtdışı gösterge faiz oranlarına bağlı olarak da değiştirebilir. Ancak sistemdeki diğer değişkenlere bağlı olarak uzun süre faiz oranlarının dışsal olarak kalması mümkün değildir.

**Şekil 7. Merkez Bankasının Tepki Fonksiyonu: Yatay para arzı eğrisi**



**Kaynak:** Lavoie, 2006, s. 66.

Şekil 7’de gösterildiği gibi parasal rezerv doğrusu(HS) yukarı doğru kaymıştır. Bu analizde Post Keynesyen iktisatçıların gösterge faiz oranlarını dışsal olarak almalarını, para arzı eğrisini her zaman yatay olarak kabul ettikleri anlamında

düşünmemek gerekir. Bunun yanı sıra merkez bankasının ekonomideki hem yurtiçi hem de yurt dışı gelişmelere bağlı olarak gösterge faiz oranını değiştirmesi faiz oranların içsel değişken olarak ele alındığı anlamına gelmemektedir. Gösterge faiz oranları piyasa tarafından belirlenmez (Lavoie, 2006: 66).

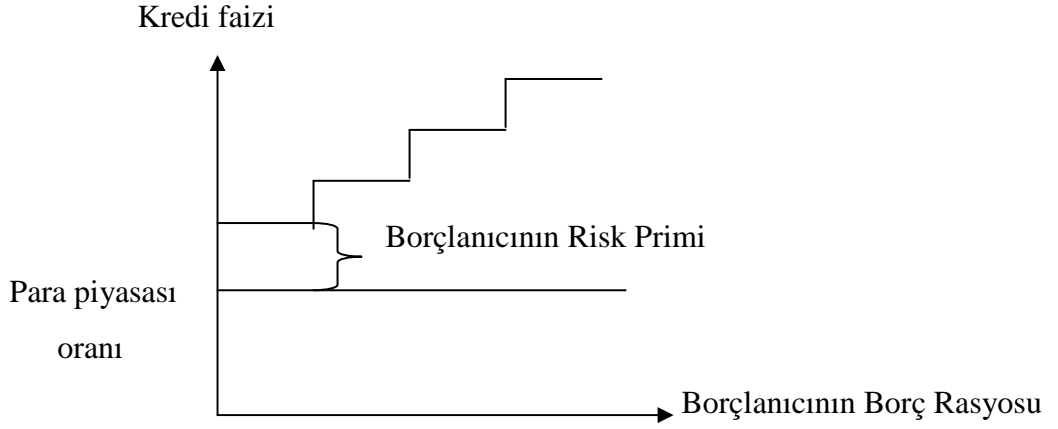
#### **1.4.3.2 Ticari Bankalar ve Firmalar Arasındaki İlişkiler**

Bankalar ve firmalar bir çok açıdan etkileşim içindedirler. Örneğin firmaların bankalarda mevduatları veya finansal varlıkları vardır. Ancak bankalarla firmalar arasındaki en önemli ilişki borçluluk (kredi) ilişkisidir. Finansal olmayan firmaların üretim faaliyetleri banka kredisi ile finanse edilir. Burada en önemli argüman zamandır. Çünkü mal ve hizmetlerin üretimi belirli bir zaman gerektirir; çalışanlara ve üretim için gerekenleri kendisine tedarik eden firmalara ödeme yapılması gerekir. Bu parasal sorumlulukların yerine getirilmesi için firmaların belirli bir birikime sahip olduğu varsayılır. Ancak çoğu durumda ister tüketim isterse yatırım malı olsun, üretimi başlatmadan önce firmalar banka kredilerine güvenmektedirler. Ekonominin çarklarının dönmesi için bankalar bu firmaları finanse etmek zorundadırlar.

Graziani (2003) gibi Post Keynesyen iktisatçılar üretim öncesi finansman ve üretim sonrası finansman arasında önemli bir ayrım yapmıştır. Davidson (1982) finansman sürecindeki bu iki farklı aşamayı tanımlamak için yapı (construction) finansmanı ve yatırım finansmanı kavramlarını kullanmıştır. Firmalar sermaye mallarını satın alabilmek için gerekli fonları sağlamak zorundadırlar. Firma kendi sahip olduğu finansmanın yanında, hane halkının tasarruflarını bankacılık sektöründen dolaylı olarak ya da doğrudan elde etmek durumundadır. Üretim sonrası finansman aşaması üretim sürecinin sona erdiği aşamadır.

Banka ve kredi alacaklar arasındaki bağlantıyı sağlayan kredi kanalı, üretim öncesi finansman aşamasında önemli bir rol oynamaktadır. Şekil 8’de gösterildiği üzere bankalar, firmaların farklı risklilik durumlarına göre farklı faiz oranları uygulamaktadır. Yüksek risk grubundaki firmalar için kredi faiz oranları daha yüksek olacaktır (Kalecki, 1971: 9).

### Şekil 8. Kalecki'nin Artan Risk Prensibi

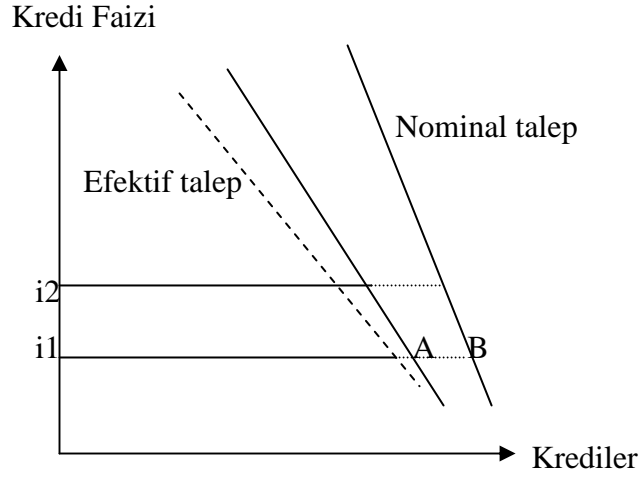


**Kaynak:** Kalecki, 1971, s. 9.

Bankaların kredi derecelendirmesi ile ilgili görüşüne bakılacak olunursa; kredi talebi ikiye ayrılmaktadır: Toplam kredi talebi, kredi değeri olan ya da olmayan ekonomik birimlerin kredi talebini oluşturur ve buna nominal kredi talebi denilir. Bankaların sadece kredi değeri olan müşterileri dikkate aldığıında ise bu tür kredi talebi, efektif kredi talebi adını alır(Lavoie, 1992: 177).

Kredi faiz oranlarının değişmesi karşısında firmaların ve bankaların nasıl hareket ettiği şekil 9 üzerinde açıklanmaktadır. Ortalama kredi faiz oranının 11 olduğu varsayılırsa, kredi derecelendirmesi AB arasındaki uzaklıkla açıklanabilir. Eğer kredi faiz oranı 12'ye yükselirse daha az hane halkı ve firma kredi almak isteyecektir. Çünkü borçlanma maliyeti artacaktır. Bu durumda nominal talep doğrusu sola doğru kayacaktır. Daha az ekonomik birim bankanın kriterlerine uygun olacaktır. Bir başka ifadeyle daha düşük kredi değeri olan ekonomik birimle bankalar karşı karşıya gelecektir. Bu durumda kredi faizinin artmasıyla beraber, nominal ve efektif kredi talebi arasındaki fark genişleyecektir.

### Şekil 9. Kredi Rasyosu: Nominal ve Efektif Talep



**Kaynak:** Lavoie, 1992, s. 177.

Burada kredi faiz oranının iki bileşeni vardır: Merkez bankası tarafından belirlenen gösterge faiz oranı ve piyasa faiz oranı (hazine senedi veya gecelik faiz oranı gibi) ile risk primidir.

$$i_1 = i_b + \sigma \quad (5)$$

Burada  $i$  kredi faiz oranını,  $i_b$  gösterge(benchmark) faiz oranını ve  $\sigma$  risk primini göstermektedir. Dolayısıyla, kredi faizindeki artışların iki kaynağı vardır: merkez bankası tarafından belirlenen gösterge faiz oranlarının artması ya da bankanın risk priminin artması(Lavoie, 2006: 71).

#### 1.4.4 Post Keynesyen Teori ve Likidite Tercih Teorisi

Likidite tercihi teorisi, içsel para yaratılma sürecinde merkezi yer tutmaktadır ve likidite tercihi teorisi, uyumcu ve yapısalcı içsellik yaklaşımını savunan iktisatçılar arasında tartışma noktalarından birini oluşturmaktadır. Uyumcu içsellik yaklaşımını benimseyen Post Keynesyenler, likidite tercihi teorisinin hiçbir yorumunu kabul etmemektedir. Uyumcu Post Keynesyenlere göre likidite tercihi bir stok para talebidir ve içsel para arzı görüşüyle uyumsuzdur. Bununla birlikte yapısalcı



içsellik yaklaşımını savunanlar, Keynes'in Genel Teori'sini referans olarak aldıkları için, para talebi ile ilgili olarak Genel Teori'de geliştirilen görüşleri kabul ederler. Çünkü likidite tercihi teorisi yapısalcılara göre sadece basit para talebi teorisi değil, aynı zamanda genel bir varlık fiyatları teorisidir. Uyumcu iktisatçılar likidite tercihini reddettikleri için, likidite teorisini tam olarak anlayamamış olmakla itham edilmişlerdir. Dow ve Dow(1989) likidite tercihi teorisinin sadece para-bono ilişkisine indirgenemeyeceğini ve farklı likidite derecelerine sahip finansal araçlar arasında yapılan seçimi açıklamaya yönelik bir teori olduğunu, dolayısıyla likidite tercihi teorisinin reddedilmesinin para arzını açıklamak için gerekli olmadığını vurgulamıştır(Dow ve Dow, 1989: 148).

Yapısalcı Post Keynesyenler, Neo Klasik sentez tarafından kabul edilen likidite tercihi teorisinin dar tanımının daha ötesine gidilmesine ihtiyaç olduğunu düşünmektedirler. Çünkü likidite tercihi, sadece paranın faiz dışı hareketini ifade etmez. En azından likidite tercihi likit ve daha az likit varlıklar için faiz oranları arasındaki farkı dikkate almaktadır. Dow ve Dow, Genel Teori'deki likidite tercihi basitleştirmesinin arkasında, 1930 yılında basılan "A Treatise on Money"(Para Üzerine Denemeler) kitabındaki parasal analizi zenginleştirme amacının yattığını savunmaktadır(Dow ve Dow, 1995: 148).

Likidite tercihinin daha çok hane halkının, firmaların ve merkez bankasının karmaşık davranışsal özelliklerini tanımlamak için kısaca ele alındığı düşünülmektedir(Wray, 1995). Bugün ise karmaşık kredi ve borçluluk ilişkilerine sahip olan tüm ekonomik birimler için modeller geliştirilmiştir. Dolayısıyla likidite tercihi teorisinin borç vermek isteyenler ve borç almak isteyenler arasındaki belirli ilişkileri açıklamaya ihtiyacı vardır(Dow, 1996: 43-44; Bibow, 1998: 245). Örneğin düşük bir likidite tercihi, ekonomik birimlerini portföylerinde daha az likit varlık ve yükümlülük taşımalarına neden olmaktadır.

Sonuçta likidite tercihi hane halkının, firmaların, bankaların ve merkez bankasının davranışsal özelliklerini değiştirir ve içsel paranın yaratımına, dolaşımına

ve içsel olarak yaratılan paranın yok edilmesi<sup>26</sup> konusuna yeni bir içerik kazandır. Öncelikle hane halkının likidite tercihinin etkileri incelenecek olunursa, likidite tercihi düşük olduğunda hane halkı nakitle, uzun dönem ve kısa dönem varlıkları değiştirmeye daha istekli olmaktadır(Fontana, 2000: 34). Bunun yanı sıra, likidite tercihi düştüğünde hane halkı, gayrimenkul ve dayanıklı tüketim malı satın almak için kredi almaya daha istekli olmaktadır. Bu durumda hane halkının davranışları doğrudan kredi para arzını etkiler<sup>27</sup>. Hane halkının davranışları firmaların kârlılığını etkiler ve bu yoldan kredi para arzı sürecini etkiler. Sonrasında ise daha fazla firma kârlılığı, firmaların gelecekteki çalışma sermayesinin finansmanı için olan talebi azaltır.

Para arzı yaratma süreci üzerinde firmaların likidite tercihinin etkisi ise şöyle olmaktadır: Eğer firmaların likidite tercihi düşükse, firmalar likit varlıklarını daha az likit varlıklarla değiştirmeye daha istekli olmaktadır. Firmalar nakitlerini ve mevduatlarını ya sermaye malı satın alarak ya da finansal piyasalardan menkul kıymet satın alarak değiştirirler. Likidite tercihi düşük olduğunda firmalar yeni mal ve hizmetlerin üretimini finanse etmek için işletme kredisi almaya daha fazla istekli olmaktadır. Diğer taraftan eğer firmanın likidite tercihi artarsa daha muhafazakâr bir borçlanma stratejisi benimser veya daha fazla likit portföy tutmayı tercih edebilir. Daha uç bir durum olarak ekonominin istikrarsız olduğu durumda, düşük kârlılık ve belirsiz bir gelecek nedeniyle bazı firmalar üretim akışının durdurmasına veya askıya alınmasına karar verirler veya finansal arabulucular gibi davranırlar (Bibow, 1998: 251).

Bankaların likidite tercihinin etkisine gelince; kısa vadeli faiz oranları üzerine belli bir kâr payı koyan bankalar farklı durumlarda, likidite tercihlerinin derecesine göre farklı hareket edebilir(Minsky, 1975). Örneğin ekonominin durgunluk

---

<sup>26</sup> Paranın yok edilmesi, parasal bir devrede paranın son aşamada devrenin dışına çıkışını ifade etmek için kullanılır.

<sup>27</sup> Amprik çalışmalar bu senaryoyu doğrular niteliktedir. Son zamanlarda, hane halkının kredi para talebi sürekli artmaktadır ve bu durumda firmalara ve finansal kuruluşlara verilen kredi miktarı artmıştır. Örneğin ABD’de son yirmi yılda tüketici kredilerinde sürekli bir artış meydana gelmektedir. Bunun sonucunda kredi para arzı firmaların davranışlarından çok hane halkının davranışlarına bağlıdır. Böylece hane halkının likidite tercihi para arzı içselliği teorisi içinde gittikçe artan önemli bir role sahip olmaktadır.

aşamasında veya yüksek sermaye yeterlilik rasyosu nedeniyle likidite tercihinin yüksek olduğu dönemlerde, bankalar firmaların veya hane halkının kredi talebini karşılama konusunda veya mevcut menkul kıymetleri satın almakta daha isteksiz davranırlar. Bu durumda bankalar borç veren olmaktan ziyade bir aracı olarak hareket eder ve likidite yaratmak yerine var olan likiditeyi yeniden dağıtır(Fontana, 2000: 37).

Likidite tercihinin düşük olduğu durumda ise, bankalar likit varlıkları, daha az likit olan varlıkla değiştirmeye istekli olmaktadır. Yapısalcı yaklaşım şunu savunur; bankalar risk kategorilerine göre potansiyel müşterileri ayırırlar. Başka bir ifadeyle yüksek likidite tercihi durumunda, riskli müşterileri için kredi vermek konusunda çekingen davranırlar. Bankaların likidite tercihinin bankaların objektif kriterlerinden daha çok borç alacakların özellikleri (kültürel, coğrafi) belirler. Ancak likidite tercihi derecesi, belirli kavramlardan daha fazla sorun olmuştur. Yapısalcı yaklaşımda, büyük ölçekli firmalar veya değerli müşteriler “kredi değeri olan borç alıcılar” olarak adlandırılır. Bu yüzden, diğer koşullar veri iken, bankalar bu müşterileriyle birlikte daha düşük bir likidite tercihi derecesine sahiptirler. Örneğin Dow (1996) birçok çalışmasında küçük firmaların daha fazla kredi açığı olduğunu ifade eder. Çünkü bankalar, riskli ve küçük firmalara kredi verme konusunda daha seçici davranırlar ve bu tür firmalarla birlikte bankalar daha yüksek bir likidite tercihi derecesine sahip olurlar.

Son olarak, likidite tercihi teorisini merkez bankasının portföylerini de ele alarak genişletmek mümkündür. Bu yaklaşımda merkez bankasının rezerv talebiyle karşılaştığında, pasif davranamayacağı görüşü söz konusudur. Ancak aktif olarak borç verme kararını hükümetin likidite tercihine göre belirler(Dow ve Rodrı'guez-Fuentes, 1998; Sawyer, 1996). Merkez bankasının likidite tercihi, kısa vadeli faiz oranları üzerinden etkilenir. Kısa vadeli faiz oranları önemli bir para politikası aracı olarak ifade edilir. Makro ekonomik değişkenlerdeki değişimin sonucu olarak örneğin finansal piyasalarda genel fiyat seviyesinin veya döviz kurlarının aşırı dalgalanması durumunda (Palley, 1991; Niggle, 1991), merkez bankasının likidite tercihi yükselebilir. Bu durumda merkez bankası bankaların rezerv taleplerine uyum

sağlamada ve likit varlıklarını daha az likit varlıklarıyla değiştirmede isteksiz olabilirler. Bunun anlamı merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını artırmasıdır.

Goodhart (1993)'a göre likidite yetersizliği ve borcunu ödeyememe durumlarında merkez bankasının son kredi verme rolü nedeniyle önemli bir kayıp riski ortaya çıkmaktadır. Bunun yanı sıra Goodhart(1993) bugünün rekabetçi koşullarında merkez bankasının bankaları iflaslardan kurtarmak için potansiyel kaybı paylaşmasının oldukça zor olduğunu ifade etmektedir(Fontana, 2003: 300). Çünkü bu merkez bankası için ciddi problemlerin oluşmasına neden olur. Özellikle gelecekteki olası kurtarma çalışmaları nedeni ile oluşacak potansiyel kayıpları paylaşacak kadar yeterli bir fona sahip olmayabilir (Goodhart, 1993: 421). Burada merkez bankasının uygulamalardaki likidite tercihi, bankalara verilebilen fonların miktarını etkiler. Çünkü riskli ve borcunu ödeyememiş bankaları kurtarma kararı, portföylerdeki bir değişimle birlikte yeni kredi yaratma kararının önüne geçer. Eğer merkez bankasının likidite tercihi artıyorsa “potansiyel borçları ödeyememe” sorunuyla yüzleşmeye daha fazla istekli olabilir. Sawyer(1996)'a göre, merkez bankalarının bağımsızlık dereceleri her ülkede farklı olabilir ve farklı kanunlar tarafından merkez bankalarına farklı amaçlar verilir. Ama her ülkede geçerli olan şey; merkez bankalarının kararlarının politika amaçlarından etkileneceğidir (Sawyer, 1996: 59). Böylece merkez bankasının likidite tercihi, içsel para arzı yaklaşımını zenginleştirmiştir.

Özetle uyumcu iktisatçıların kredi para arzı süreci tanımlamasına cevap olarak, yapısalcılar içsel para arzının yatay kredi para arzı eğrisinden daha fazlasını ifade ettiğini savunmaktadırlar. Hane halkının, firmaların bankaların ve merkez bankasının likidite tercihleri; para yaratma, paranın dolaşımı ve yok edilmesi süreciyle ilişkilidir. Yapısalcılar kredi para arzının sadece firmaların çalışma sermayesi talebine uyum sağlamanın bir yolu olmadığını, hane halkının ve firmaların spekülasyon amaçlı taleplerinin de para yaratma sürecinde artan bir role sahip olduğunu iddia etmektedirler. Merkez bankası ise ulusal ekonomilerin finansal krizlerden korunmasını sağlayacak likiditenin monopol arz edicisidir. Ancak merkez bankası

enflasyon hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi altında belli zorlamalara maruz kalır ve bu tam uyumcu rezerv politikasını takip edemez(Fontana, 2003: 301).

#### **1.4.5 Post Keynesyen Teoride Mevduat Arzının Mevduat Talebine Eşitlenmesine Yönelik Yaklaşımlar**

Post Keynesyen yaklaşımda para arzı, kredi talebi tarafından belirlendiği için nedensellik ilişkisinin krediden mevduatlara doğru olduğu kabul edilir. Dönem sonu mevduat ve krediler birbirine eşittir, ancak bu eşitliği sağlayacak mekanizma konusunda önemli tartışmalar söz konusudur. Chick (1992)'in gelir çarpanı yaklaşımına göre, eğer bankalar yeni kredi veriyorsa, bu hane halkının harcamalarını finanse etmek için fon arz edecekleri anlamına gelmektedir. Hane halkının aldıkları bu krediler gelir çarpan etkisiyle gelirden bir artışa yol açar ve para talebini artırır. Ancak bu yaklaşım, her aşamada bankaların, hane halkının ve merkez bankasının farklı davranışları nedeniyle farklı sonuçlar ortaya çıkarabileceğinden dolayı eleştirilmektedir.

Kaldor –Trevithick(1981)'in “geri ödeme yaklaşımına” göre para arzı, para talebine göre belirlenmektedir. Dolayısıyla para arzı para talebine eşit olacaktır. Planlanmış bir kredi talebi eğer mevduat talebinden büyükse, bu fazlalık, açık hesabı olan ekonomik birimler tarafından borçların geri ödenmesine gidecektir ve yeni mevduatlar bu nedenle azalacaktır. Aşırı paranın; bankacılık sistemine geri ödeme yoluyla geri dönmelerinin yanında bir çok şekilde kullanılabilir olması yaklaşımı sınırlandırmakta ve yaklaşımın eleştirilmesine neden olmaktadır.

Moore'un “uygun borç verme” yaklaşımına göre ise borç alanlar ve para tutanlar aynı kişilerdir. Özel sektörün planladığından daha fazla para sağlanması sonucu bu fazla parayı borçların geri ödemesiyle kolayca ortadan kaldırmak mümkündür. Sonuçta mevduat arzı ve talebi eşitlenir ve bankadan kredi alanların, borçlarını ödemesiyle mevduatlardaki fazlalık ortadan kalkar. Ekonomide mevduatlar artarken bankacılık sistemine verilen toplam krediler de artar. Yeni kredilerle ve bankacılık sisteminden borçlanılması sonuçta, kredi parayı (mevduat)

artıracaktır. Bu aşamada “uygun borç verme” deki artışla beraber yeni banka kredileri finanse edilmektedir. “Uygun borç verme” ile finanse edilen banka kredileri açık harcamaların finanse edilmesine ve eşanlı olarak bu harcamalar sonucunda gelirinin artmasına yol açar. Sonuç olarak yeni krediler ve mevduatları eşitleyen tek mekanizma uygun borç vermedir(Işık, 2004: 246-254).

Mevduat arzını, mevduat talebine eşitleyen bir diğer mekanizma “görelî faiz oranı” yaklaşımıyla açıklanmıştır. Arestis ve Howells(1996)’ın “görelî faiz oranı” yaklaşımına göre banka kredi talebi ve mevduat talebini eşitleyecek unsur görelî faiz oranıdır ve kredi ve mevduat talebinde bulunanlar farklı güdülerle hareket etmektedirler. Dolayısıyla yeni kredilerle yeni mevduatlar eşitlenemez. Kredi ve mevduat talebi arasındaki dönem başı farklılıklar, görelî faiz oranlarında değişmelere yol açmaktadır. Dolayısıyla bu değişiklikler borçların geri ödenmesine neden olur. Yeni banka kredisi talebi, yeni mevduat talebinden daha büyükse paradan tahvile doğru bir kayma olur ve bu fazla para tahvil alımı için kullanılacak, bu tahvil faiz oranında değişmeye neden olacak ve bu durum, bankadan alınan kredinin faiz oranını da değiştirecektir. Çünkü tahvil faiz oranı, hem paranın getirisine göre hem de banka kredi faiz oranına göre değişecektir. Bunun yanı sıra tahvil, banka kredileri için bir ikâme durumundadır. Kredi alma kararı ile mevduat tutma kararını verenler farklı gruplar olması nedeniyle, kredi stokunun dönem başı olarak eşit olması mümkün değildir. Kredi yanlı mevduat arzı mevduat talebinden büyükse mevduat tutanların diğer varlıklara kayması tahvil fiyatını artırır. Sonuçta faiz oranları ve getiri bu nedenle düşecektir. Bu durum ise eşanlı olarak, tahville finansmanın daha ucuz olması nedeniyle mevduat tutmayı ve bankalardan daha az borçlanmayı teşvik edecektir. Sonuç olarak Arestis ve Howells para ile finansal varlıkların faiz oranları arasındaki fark ile banka kredisi ve finansal varlıkların faiz oranları arasındaki farka dikkati çekerek, mevduat arzı ve talebini birbirine eşitleyen unsurun görelî faiz oranı olduğunu ileri sürmüştür (Işık, 2004: 239-263).

Özetle para arzının içsellîği yaklaşımının temelleri Külçeci, Anti-Külçeci tartışmalarının yapıldığı 18. yüzyıla kadar dayanmaktadır ve Nakit Okulu-Bankacılık Okulunun tartışmalarıyla devam etmiştir. Farklı iktisat okullarının analizlerinde

paraya verdikleri önem, para arzını içsel ya da dışsal olarak ele almalarında etkili olmuştur. Birçok farklı iktisat okulu zaman zaman paranın içselliğini analizine katmışsa da söz konusu içselliği kredi talebi üzerinden inceleyen ilk düşünce okulu Post Keynesyen iktisat okulu olmuştur. Post Keynesyen iktisat okulunda uyumcu ve yapısalcı içsellik olarak iki farklı görüş ortaya çıkmıştır ve bir çok konuda birbirlerinden ayrılmaktadırlar. Ancak yapısalcı içsellik yaklaşımı, finansal piyasalarda meydana gelen değişimleri, finansal yenilikleri ve finansal küreselleşme gibi kavramları dikkate alması bakımından öne çıkmaktadır. Çalışmanın ikinci bölümünde para arzının içselleşme sürecini etkileyen bu unsurlar ayrıntılı olarak incelenecektir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### PARA ARZININ İÇSELLEŞME SÜRECİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE TÜRKİYE' DE 1980 SONRASI DÖNEME İLİŞKİN BİR DEĞERLENDİRME

Çalışmanın önceki bölümünde para arzının içselliği teorik olarak incelenmiştir. Bu bölümün ilk kısmında para arzının içselleşme sürecini etkileyen faktörler ele alınacaktır. İkinci kısımda ise Türkiye'de finansal sistemdeki gelişmeler incelenecektir.

#### 2.1 Para Arzının İçselleşme Sürecini Etkileyen Faktörler

Para arzının içselleşmesinde bir çok faktör rol oynamaktadır. Ekonominin dışa açıklığı, finansal küreselleşme olgusu, bilişim ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, finansal yenilikler, finansal kırılganlıklar, para ikamesi olgusu ve kredi tayinlaması para arzını içselleştiren unsurlardır. Çalışmanın bu bölümünde bu faktörler para arzı içselliği yaklaşımından yola çıkarak ayrıntılarıyla incelenecektir.

##### 2.1.1 Dışa Açıklık

İçsel paranın kaynaklarından biri dışa açıklıktır. Ticari dışa açıklık, mal ve hizmetlerin ticareti üzerindeki devlet kontrollerinin kaldırılması ile uluslararası serbest ticaretin bir arada sağlanmasını hedefleyen yaklaşımı ifade eder. Hume, Smith ve Ricardo gibi merkantalist ve klasik iktisatçıların temel görüşleriyle birlikte günümüze kadar yapılan tartışmalarda ön plana çıkan ticari dışa açıklık ülkelerin rekabet gücüne ve ihracat yapılan ülkelerdeki pazar payına göre ekonomik etkiler ortaya çıkarmaktadır (Yılmaz, 1992: 18). Açık ekonomiler, Post Keynesyen teoride özellikle üzerinde durulan özel sektör kredi kanalı yoluyla para arzının içselleşme sürecini etkiler. Açık ekonomide para arzının içselliğinin ilk örneği Hume'un altın standardıyla ilgili açıklamasıdır. Altın standardına göre dış ticaret açığı olan ülkeden, dış ticaret fazlası olan ülkeye doğru altın akışı olacaktır, altın kaybeden ülkede para



arzı azalacak, altın kazanan ülkede ise para arzı artacaktır. Sonuçta fiyat ayarlama mekanizması çalışacaktır. Dolayısıyla burada para arzındaki değişme, dışa açıklıktan kaynaklanmıştır. Dışa açıklıkla birlikte altın akışı, dış ticaret fazlası ya da açığına bağlı olarak parasal otoritenin kontrolü dışında oluşmaktadır. Para arzı bu şekilde içsel olarak ele alınmıştır(Palley, 2001: 15).

Dışa açıklığın para arzını içselleştiren bir faktör olduğuna ilişkin ikinci örnek IS-LM (Mundell-Fleming) modelidir. Mundell-Fleming modeli açık ekonomilerde talep yönlü politikaların ülke ekonomileri üzerinde nasıl etkilerinin olduğunu göstermek için geliştirilmiştir. Mundell-Fleming modeli aslında basit IS-LM modelin, açık ekonomiler için geliştirilmesinden oluşmaktadır ve dış denge modelin geliştirilmesinin bir sonucudur. IS-LM modeline BP (Balance of Payment) eğrisini katarak, dış dengenin de iç dengeyle birlikte ele alınmasını sağlamıştır. Mundell-Fleming modelinde esnek kur sisteminden daha ziyade sabit kur sisteminde para arzını içselleştiren mekanizmalar çalışmaktadır. Nobel ödüllü iktisatçı Robert Mundell, Mundell-Fleming modelinde açık ekonomilerde para arzının içselleşme mekanizmasını şu şekilde açıklamaktadır; sabit kur sistemi altında dünya faiz oranları ile iç faiz oranları arasındaki farklılıklar uluslararası nakit akışına neden olmaktadır. Bu durumda parasal otorite kuru sabit tutmak zorundadır. Parasal otoritenin kuru sabit tutmak için yaptığı müdahaleler para arzının içselleşmesine yol açmaktadır. Bu mekanizmaya IS-LM analizinden bir örnek verilebilir. Tüketimde meydana gelen pozitif bir şok IS eğrisini sağa kaydıracaktır. Bu durum iç faiz oranları üzerinde bir baskı yaratacaktır. İç faiz oranlarının yükselmesi yabancı sermayenin ülkeye girişini sağlayacaktır. Ülkeye giren nakit akışı ise döviz kuru üzerinde baskı yaratacaktır. Parasal otoritenin kuru sabit tutmak için piyasadan döviz çekerek piyasadaki para arzını artırması para arzını içselleştirecektir(Palley, 2001: 15).

Söz konusu mekanizmaya başka bir örnek verilebilir. İhracat talebindeki pozitif bir şok ihracata dayalı endüstrilerin gelişmesini sağlar. İhracat firmaları yeni yatırımları için aldıkları kredileri artırırlar. Firmaların yatırımlarını finanse etmek için aldıkları kredileri artırmaları, Post Keynesyen teoride açıklanan kredi kanalı

yoluyla para arzını içselleştirir. Dolayısıyla açık ekonomilerin ortaya çıkardığı sermaye akımları döviz kuru üzerindeki etkileri, belli bir kur sistemini sürdürmeye çalışan parasal otoritelerin para arzını içsel olarak artırmalarına yol açmaktadır(Palley, 2001: 15).

Mundell- Fleming modeline göre sabit kur sistemi altında bir ülkede ödemeler dengesi fazlasının olması da para arzını içselleştirmektedir. Bir ülkede ödemeler dengesi fazlasının olması ticari bankaların elinde fazladan yabancı paranın bulunmasına neden olur. Bankalar kendi ellerindeki parayı merkez bankası tarafından arz edilen yerli parayla değiştirirler ve firmalara daha fazla kredi verme imkanı bulurlar. Standart para çarpan süreci yoluyla para arzı artar. Bu nedenle ödemeler dengesi fazlası para arzının içselleşmesine neden olur(Lavoie, 2006: 64)

Mundell-Fleming modelinde sabit kur sistemi altında para arzı içsel olarak ele alınmıştır. Ancak dalgalı kur ortamında para arzı dışsal olarak ele alınmıştır. Para arzının dışsallığından şu anlaşılmalıdır; parasal otorite ülkeye sermaye girişi ya da ülkeden sermaye çıkışı olması durumunda döviz kurundaki değişmelere müdahale etmeyecektir. Para arzı, belli bir döviz kurunu sabit tutmak amacıyla içsel olarak artırılmayacaktır. Dolayısıyla Mundell-Fleming modeli esnek kur sisteminden ziyade sabit kur sisteminin para arzını içselleştiren mekanizmasına vurgu yapmıştır.

Post Keynesyen para arzı içselliği yaklaşımı ile Mundell-Fleming modelindeki para arzının içselliğinin ele alınış biçimleri birbirlerinden farklıdır. Birinci farka bakılacak olunursa, Neo Klasik modelde para arzındaki artış ekonomideki birimlerin kredi talebi nedeniyle ortaya çıkmamaktadır, bu artış kredi talebinden tamamen bağımsızdır. Buna karşın Post Keynesyen iktisatçılar bu konuya alternatif açıklamalar getirmişlerdir. Bankalar, parasal üretim ekonomisinde her zaman kredi değeri olan (creditworthy) müşterilerinin talepleri karşısında kredi sağlamaya isteklidirler. Ancak bankalar kredi vermeden önce fazladan bir rezerve sahip değildirlere. Bankalar verdikleri kredileri artırırken, merkez bankasından bu rezerv ihtiyacını karşılar ancak merkez bankasının bilançosundaki yabancı paranın artışı yurt dışındaki ekonomik birimlere verilen kredileri etkiler; çünkü yurtiçine kredi

verme ve özel bankaların avantajı azalır. Bunun sonucunda para stokunda veya rezervinde herhangi bir değişiklik olmaz. Benzer mekanizma varlığa dayalı ekonomilerde de vardır ancak dışsal olarak Merkez Bankasının “sterilizasyon etkisi<sup>28</sup>” dışında merkez bankası, bankaların fazla rezervlerini piyasadan çekmeye isteklidirler(Lavoie, 2006: 64).

### 2.1.2 Finansal Küreselleşme

Finansın küreselleşmesi uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve finansal piyasa katılımcılarının coğrafi sınırlamalara maruz kalmadan daha uygun mekanda işlem yapmasıdır. Finansal entegrasyon ise değişik ülke finansal piyasalarındaki getiri oranları/fon maliyetleri arasındaki farkın ortadan kalkmasıdır(Eroğlu, 2002: 18).

Finansal küreselleşmenin para arzının içselleşme sürecine önemli etkileri vardır. Finansal piyasaların giderek gelişmesi, çoğu zaman merkez bankası tarafından kontrol edilmeye çalışılan parasal büyüklüklerin önemini azaltmış ve parasal büyüklüklerin merkez bankası tarafından kontrol edilmelerini giderek zorlaştırmıştır. Finansal küreselleşme ile birlikte firmalar yurtdışı piyasalardan kolayca borçlanabilmektedirler. Bu nedenle merkez bankası yurt içi kredi hacmini belirlemede zorlanacaktır. Bu sonuç para arzının içselliği açısından önemlidir. Çünkü reel piyasalardan kaynaklanan kredi talebi merkez bankasının engellemesi olsa bile yurtdışından karşılanabilecektir.

Finansal küreselleşme, sermaye ve para piyasalarında olmak üzere iki ayrı piyasada gerçekteşmektedir. Sermaye hesabının serbestleştirilmesi, sermaye giriş çıkış serbestisinin sağlanması, tasarruflara ve tasarrufların etkin dağılımına engel olan ve finansal aracılığı zayıf düşüren finansal baskı politikalarının ve yabancı yatırımcılara yönelik sınırlamaların kaldırılması olarak açıklanmaktadır(Onur, 2005: 129).

---

<sup>28</sup> Sterizasyon, merkez bankalarının , çeşitli nedenlerle ortaya çıkan para arzı artışlarının etkilerini dengelemek için yaptıkları açık piyasa işlemleridir.

Finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu bir yandan uluslararası sermaye akımlarının hızlanmasına ve ödemeler bilançosu finansmanı dışında arbitraj kazancı elde etmek isteyen sermaye büyüklüklerinin oluşmasına yol açarken, bir yandan da kendi dolaşım mantığı açısından bu sermaye büyüklüğünün artan ölçüde gelişmekte olan ülkelerde oluşan yeni finans piyasalarına yönelmesine neden olur.

Finansal küreselleşmenin teorik gerekçesi, para arzının içselleştiğini ortaya koymaktadır. Finansal küreselleşmenin teorik gerekçesi, hükümetlerin yurtiçi borçlanmalarını finanse etmek amacıyla yurtdışı sermaye piyasalarına başvurmaları ve daha uygun bir kaynak bulmak istemeleridir. Yurtdışından borçlanmanın faiz oranları üzerinde yukarı doğru baskı meydana getirmeyeceği beklentisiyle, küresel piyasalardan borçlanma düşünülmüştür. Ancak piyasalar, borç miktarı artan ülkeleri riskli kabul ettiklerinden, bu ülkelerde döviz kurundaki düşüşe karşılık, artan faiz oranlarıyla karşı karşıya kalmışlardır. Borcu ödeyememe riski artan ülkeler aynı miktarda sermayeyi, ancak giderek artan faiz oranı ile çekebilmişlerdir. Düşük kur yüksek faiz politikası olarak adlandırılan bu politika söz konusu ülkelere kısa vadeli spekülasyon amaçlı sermayenin yönelmesine ve beklentiler durumunun sürdürülemeyeceği yönünde olduğunda büyük ölçekli, ani sermaye çıkışlarının yarattığı krizlere yol açmaktadır. Dolayısıyla merkez bankalarının bağımsız para politikası yapma imkanı ortadan kalkmaktadır. Bu durum para arzının içselleşme sürecini etkilemektedir.

Finansal küreselleşme nedeniyle merkez bankalarının ülke sınırları içinde kontrol gücünün azalması sonucu para arzı içselleşmektedir. Çünkü finansal küreselleşme para arzının miktarının kontrolünü de zorlaştırmaktadır. Bunun yanı sıra mesela para arzı veya faiz oranlarını değiştirmeye yönelik politikalar tüketim, yatırım ve istihdam gibi reel ekonomik değişkenler üzerinde daha az etkili olabilirken, döviz kurları üzerinde çok daha hızlı ve öngörülemeyen etkiler meydana getirebilmektedir. Örneğin merkez bankası para arzını kısarak faiz oranlarını arttırmaya ve bu şekilde enflasyonist eğilimleri frenlemeye çalışırsa, piyasalardaki beklentiler aksi yönde ise, bu teşebbüslerin reel ekonomi üzerinde çok kısıtlayıcı bir etkisi olacaktır. Banka kredileri sınırlandırılabilirse bile, liberal bir küresel finans

düzeninde, büyük firmalar kolayca yurtdışı kaynaklara müracaat ederek tahvil ya da hisse senedi ihracı yoluyla borçlanabileceklerdir. Ayrıca yurtiçinde yükselen faiz oranları, kısa vadeli yabancı sermayeyi ülke içine çekecektir. Yurtiçine yönelik bu sermaye akımı, ülke parasına olan talebi artıracak ve uygulanan ekonomi politikasının tek sonucu ülke parasının değer kazanması olacaktır. Bu durumda tüketim ve yatırım harcamaları, bu politikadan etkilenmezken, ülkenin ihrac malları nispeten pahalılaşacak, ithalat ise ucuzlayacaktır. Sonuç olarak ülkelerin dış ticaret bilançosu bozulacak ihrac ve ithal malların ikamesi sektörler sıkıntıya girecektir. Dolayısıyla bu sürecin anlamı şudur; ülkeler ya döviz kuru ya da para politikası uygulayabilir; fakat ikisini birden uygulama imkanı yoktur. Yurtiçi faiz oranları bu politikalardan biri için uygun bir araç olarak kullanılabilir; fakat aynı anda her ikisi için aynı anda kullanılamaz. Uluslararası rekabet gücünün azaldığından şikayet eden bir ülke, ithalatını kısıp ihracatını artırmak için ya faiz oranlarını düşürmek ya da piyasadan döviz satın alarak, yani başka bir ifadeyle piyasaya kendi parasını satarak parasının dış değerini düşürmek durumundadır. Her iki halde de para arzı gevşetilmiş olacaktır(Çağlar, 2003: 57).

Finansın küreselleşmesi 1970'lerin ikinci yarısından başlayan liberizasyon hareketiyle büyük ivme kazanmıştır. 1960'lı ve 1970'li yıllarda meydana gelen gelişmeler, uluslararası finansal akımların hızla genişlemesine neden olmuştur. Nitelik olarak borç kredi akışkanlığından çok menkul kıymet, döviz işlemleri gibi spekülasyon hareketli niteliğe bürünen küresel sermaye 1980'lerde finansal yeniliklerin artması ve yeni teknolojilerin giderek fon transferlerinde maliyetleri düşürüp hızının artmasıyla beraber günümüz finans sisteminin oluşmasına katkıda bulunmuştur. 1970'lerden itibaren hızlanan finansal küreselleşme sürecinde artan sermaye hareketleri, bütün dünyadaki finansal merkezleri, adeta dünya çapında bir ağı parçaları haline getirmiştir. Finansal merkezlerin, bu şekilde bir küresel sistem oluşturacak biçimde birbirleri ile bütünleşmelerine ilave olarak, bir finansal derinleşme süreci ortaya çıkmıştır.

Yeni gelişmelerle beraber, çok az ülke kendisini dünya finansal sisteminin günlük operasyonlarından soyutlayabilmektedir. Bu bakımdan küresel finansal

piyasalardaki oynaklık, ülkelerin ekonomileri üzerinde önemli etkiler meydana getirmekte ve dünyanın bir bölgesindeki finansal şartlarda meydana gelen bir değişiklik, bütün dünyadaki finansal piyasalara yayılabilmektedir. Böyle bir dünyada merkez bankalarının para arzı üzerindeki tekel gücüne sahip olmaları artık söz konusu değildir. Bankacılık sektöründe artan rekabet ve finansal yenilikler, kitle haberleşme teknolojilerindeki gelişmeler ve finansal piyasalardaki serbestleşmenin sonucu olarak bugün tek bir tuşa basılmasıyla çok büyük miktarlarda para ülkeler arasında dolaşmaktadır. Dünyadaki günlük döviz işlemlerinin hacmi inanılmaz boyutlara ulaşmıştır. Parasal akımlar reel mal ve hizmet akımlarının 100 katından daha fazla bir boyuta ulaşmıştır. Bu kadar büyük ölçekte fonların alım satımı çeşitli tipte tahvilleri, bonoları, hisse senetlerini ve çeşitli türev finansal araçları ortaya çıkarmaktadır ki, bu durum özel sektörün para benzeri araçlar piyasaya sürmesi demektir. Böyle bir ortamda para arzının tanımı dahi hayli güçlük arz etmektedir(Cleaver , 2002: 132).

Para arzı tanımları, merkez bankası uygulamaları açısından oldukça önemlidir. Merkez bankası, parasal büyüklükleri bir ekonomideki kredi ve harcama akımlarını genişletmek ve çoğu zaman daraltmak için kontrol ederler. Bu nedenle para arzının iyi tanımlanması merkez bankası uygulamalarını etkileyecektir. Finansal küreselleşmenin yarattığı bu ortamda merkez bankası tarafından kontrol edilebilen parasal büyüklüklerin öneminin azalması ve finansal yenilikler nedeniyle para arzı tanımlarının sağlıklı bir şekilde yapılamaması para arzını içselleştirici bir etki yaratmaktadır.

Finansal küreselleşmenin makro iktisadi politikalar üzerindeki etkisi, hükümetlerin ekonomilerini kontrol etmek için para politikalarını istedikleri gibi kullanabilmeleri olanağını ortadan kaldırmıştır. Piyasada bu derece oynaklığın ve karşılıklı bağımlılığın olduğu bir dünyada, hükümetlerin ekonomilerde yapmaya çalıştıkları herhangi bir değişikliğin, öngörülmesi mümkün olmayan yansımaları olmakta, bu durumda para arzı ve faiz oranları üzerinden uygulanacak ince ayar(fine-tuning) politikaları etkinliğini kaybetmektedir. Sermaye hareketleri, liberalleşme ve finansal yenilikler, hükümetlerin, yurtiçi para arzı ve enflasyon seviyelerini belirleme

kabiliyetlerini ortadan kaldırmaktadır. Bu kadar çok sayıda finansal kurumun çok çeşitli gelir getirici finansal varlıklardan oluşan farklı portföylere sahip olduğu bir ortamda, kontrol etmek bir yana, para arzını belirlemek dahi güçlük arz etmektedir. Bu varlıklardan hangilerinin para arzına dahil edileceği mesele olmaktadır. Merkez bankaları, doğrudan kontrolleri altında tutabildikleri varlıkların piyasada dolanımını sınırlamaya kalkarlarsa; finansal birimler, hemen başka varlıklara kayabilmekte ve bu durumda, merkez bankaları yalnızca başka varlık türlerinin, kontrol etmeye çalıştıklarının yerini almasını teşvik etmiş olmaktadır. Parasal otoriteler, halâ kısa vadeli faiz oranlarını kontrol edebilmektedir; fakat yatırım kararlarında asıl önemli olan uzun vadeli faiz oranları hükümetlerin, ancak dolaylı olarak ve giderek azalan ölçülerde etkileyebildikleri küresel piyasalar tarafından belirlenmektedir( Hell, 1999: 233-234).

Para piyasalarının küreselleşmesi, kurumsal düzeyde, hükümetlerin bankacılık sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı veya azalttığı, bankalararası rekabetin arttırıldığı, faiz oranları ve hizmetlerin fiyatlandırılmasının serbest bırakılarak ve anlaşmaların engellenerek fiyat rekabetinin sağlandığı, uzmanlaşma yerine çeşitlendirmenin teşvik edildiği, ulusal ve uluslararası alanda şube ağının genişlemesinin sağlandığı, finansal piyasalar arasında bilgi akışına dayalı, şeffaflık koşullarının sağlandığı ve birleşme-sermaye katılımı yoluyla, oluşacak rekabeti önleyici faaliyetlere engel olmanın amaçlandığı deregülasyon uygulamalarıyla gerçekleştirilmektedir.

Geniş anlamdaki finansal küreselleşmeye göre, ülkelerin aşamalı, fonksiyonel ve kurumsal düzenlemeleri içeren altı aşamalı bir politika uygulamaları gerekmektedir. Bunlar, kredi kontrollerinin kaldırılması, faiz oranlarının deregülasyonu, bankacılık sektörüne veya daha genel olarak finansal hizmet sektörlerine giriş- çıkış serbestisinin olması, bankaların özerkliği ve uluslararası sermaye girdilerinin serbestleştirilmesidir. Bankaların özerkliğinin anlamı, kendi içsel yönetiminin, banka dışında faaliyet alanlarının ve ticaret tiplerinin seçiminin, bizzat banka tarafından belirlenmesidir. Asimetrik bilginin yaygınlığı, bankacılık sistemine girişin katı olarak kontrol edilmesi ve kamu sektörünün bankaların

düzenlemesinde ve denetiminde ağırlıklı rol oynaması, bankanın özerkliğini azaltabilmektedir. Bu durumda bankanın, hükümetin veya merkez bankasının çalışmalarıyla uyum içinde olması ve bankanın güvenilirliği için mevduat sigortasının varlığı büyük önem taşımaktadır (Williamson ve Mahar, 2000: 7)

Finansal küreselleşme ile beraber bankacılık sektöründe yaşanan gelişmelerin yanında banka dışı kurumlarda da önemli gelişmeler yaşanmaktadır. Bu durumun para arzının içselleşme süreci üzerinde önemli etkileri vardır. Eğer krediler büyük oranda bankacılık kesimi tarafından veriliyorsa merkez bankası bankacılık kesimini etkileyerek kredi hacmini belirleyebilir. Ancak firmalar bankalardan ziyade diğer finansal aracı kuruluşları ya da borçlanma yollarını kullanıyorsa, merkez bankasının piyasadaki kredi hacmi üzerindeki etkinliği giderek azalacaktır. Finansal küreselleşmeyle beraber ekonomiye fon akımı sadece bankalar aracılığıyla değil yeni fon kaynakları sunan banka dışı finansal araçlar tarafından karşılanması para arzını içselleştiren bir etki yaratmaktadır.

### **2.1.3. Merkez Bankalarının Ekonomideki Rolü**

Merkez bankasının inandırıcılığı, para politikalarının tahmin edilebilirliği, piyasanın likidite tercihi, merkez bankasının koyduğu hedefler, amaç ve araçlarından her birinin para arzının içselleşmesi süreci üzerinde etkileri vardır.

Merkez Bankasının inandırıcılığı para arzının içselleşmesini tetikleyen bir unsurdur. Ekonominin çarklarının dönmesi, büyük ölçüde hem finans sektörünün hem de firmaların itibarına göre yarattıkları kendi likiditelerinin büyüklüğüne bağlıdır. Özel sektörün ve finans sektörünün olumlu beklentilerine göre ve bu beklentilerin oluşması ise siyasi iktidar ve merkez bankasının inandırıcılığına bağlıdır. Siyasi otoritenin ve merkez bankasının tutarlı davranışları sonucunda ekonomilerde yarattığı güven ortamı özel sektördeki firmaların birbirlerine olan güvenlerini artırmaktadır. Güvendedeki bu artışa paralel olarak firmaların birbirlerine açtıkları krediler artar ve bunun yanı sıra vadeler uzatılır. Böylece ekonominin gereksinim duyduğu likiditeyi bizzat özel sektör kendi içinde yaratır. Sonuç olarak



içsel para arzının genişlemesi ya da birden bire daralmaması büyük ölçüde güven ortamına ve inandırıcılığa bağlıdır(Parasız, 2004: 2).

Arestis(1997)'e göre para politikasının tahmin edilebilirliği, para arzının içselliğini etkileyebilmektedir. Bankaların, uygulanacak olan para politikasını önceden tahmin ederek likidite tercihlerini değiştirmeleri ve daha az likit olan bir varlıktan daha fazla likit olan bir varlığa doğru yönelmeleri, birbiriyle ilişkili bu varlıkların fiyatındaki değişmeye öncülük ederek varlıkların talebini ve böylelikle bu varlıklardan elde edilecek kazançları değiştirecektir. Örneğin bankalar mevduatlar üzerine daha yüksek faiz uyguladıklarında artan bir mevduat tutma talebiyle karşılaşabilirler. Likidite tercihi yaklaşımına göre parasal uygulamalar ilgili faiz oranlarını etkiler ve ilgili faiz oranının toplam talebi etkilediği ölçüde etkili olur. Bankaların davranışlarına likidite tercihi yaklaşımındaki terminolojiyle bakılacak olunursa, eğer likit olmayan krediler portföyde geniş yer tutuyorsa bankalar kredi verme konusunda isteksiz davranırlar. Bu durum içsel olarak yaratılan para arzında azalışa yol açar. Eğer likit olan krediler portföyde geniş yer tutuyorsa bankalar kredi verme konusunda daha istekli davranacaklardır. Bankaların verdikleri kredileri artırmaları, para arzını içselleştirecektir.

Para politikası uygulanırken bankaların yapacağı kredi tayinlaması ve faiz oranının yapısındaki değişimlere dikkat edilmesi gerekmektedir. Buradaki temel nokta, merkez bankalarının belirledikleri reeskont oranlarının, kredi tayinlamasının şekli ve büyüklüğünü değiştirmeye öncülük edip etmeyeceğidir. Kredi üzerinden alınan faizdeki artış, kredilerin geri ödenmeme riskini artırır. Bunun iki nedeni vardır; birincisi firmalar bu yüksek faiz oranları karşısında dışardan borçlanamazlar, ikincisi bu yüksek faiz üzerinden kredi alınması nedeniyle portföylerin yapısı düşük getiri beklenen ancak düşük riskli yatırımdan, daha yüksek riskli ama daha yüksek getiri beklenen borçlara doğru kayar. Sonuç olarak merkez bankasının belirlediği reeskont oranları bankaların firmalara verdikleri kredileri dolayısıyla para arzı içselleşme sürecini etkiler.

Arestis(1997)'in çalışmasında<sup>29</sup> para politikasının amacı para arzının içselleşmesinde diğer önemli bir unsurdur. Basit bir mantıkla para politikasının birinci amacı fiyat istikrarıdır ve bunu enflasyon hedeflemesi aracılığıyla gerçekleştirmeye çalışır. Bunun mantığı “klasik dikotomi ”olarak adlandırılan para politikasının reel etkiler yapmayacağı” yönündeki görüşünden ziyade “enflasyon her yerde parasal bir olaydır” görüşüdür. Bu açıklama, bunu ifade eden dışsal ve kontrol edilebilir para stokuna dayanan moneterizmin canlanması ve yeniden rağbet görmesiyle öne çıkmıştır. Ancak para politikası, faiz oranlarına dayalı para politikası haline dönüşmüştür. Para arzı miktarının kontrolü yerine faiz oranlarına dayalı para politikalarının kullanılması para arzının içselleştiğinin bir göstergesidir.

Merkez bankasının birincil amacı fiyat istikrarıdır. Eğer para stoku dışsal olarak piyasaya arz edilirse para politikasının para stoku üzerindeki kontrolü, döviz kuru oranında değişim olmaksızın yürütülebilir. Bu argümana göre iç para stokundaki büyüme, iç enflasyon oranını ve reel döviz kurunu (satın alma gücü paritesi yaklaşımından elde edilen) belirler. Nominal döviz kuru oranı, ülkenin kendi enflasyon oranı ile dünya enflasyon oranı farkına göre değişir ve para otoritesi tarafından müdahale edilmeksizin oluşur. İçsel para arzıyla beraber durum farklılaşır. Faiz oranı sermaye hesabını etkiler ve böylece reel ve nominal döviz kuru etkilenir(Arestis, 1997: 12). Gerçekte döviz kuru, para politikası için aktarım mekanizmalarından biridir. Döviz kuruna dayalı dezenflasyon sürecinde yürütülen bir programın en önemli yönü yurt içi para arzı artışlarının yabancı para artışına bağlanmasıdır. Yerli para arzı artışlarının yabancı para girişine bağlanması, parasal otoritenin para arzı miktarını tam olarak kontrol edememesine ve para arzının içselleşmesine neden olmaktadır.

Arestis(1997)'e göre para politikası hedefleri genişletilmelidir. Çünkü para politikası enflasyonun yanında diğer değişkenleri de etkilemektedir. Parasal otoritenin parasal hedeflerini genişleterek ekonomik büyümeye yönelmesi ekonomideki yatırımları artıracaktır. Bu yatırımların finansmanı için alınan kredilerin artması ekonomideki kredi paranın artmasına ve para arzının içselleşmesine yol

---

<sup>29</sup> Arestis(1997) çalışmasına bu konudaki ayrıntılı açıklamaları nedeniyle bu başlık altında geniş yer verilmiştir.

açacaktır. Dolayısıyla merkez bankasının enflasyon dışındaki diğer ekonomik değişkenlere yönelmesi para arzını içselleştirici bir etkiye sahiptir.

#### **2.1.4. Bilişim ve İletişim Teknolojilerindeki Gelişmeler**

Bilişim ve iletişim teknolojilerinde meydana gelen gelişmeler para arzının içselleşme sürecini birçok açıdan etkilemektedir. Bilişim ve iletişim teknolojilerinde meydana gelen gelişmelerle ortaya çıkan süreçler ve para yerine kullanılabilen araçların ortaya çıkması nakit talebini azaltarak para politikasının özellikle kredi kanalının etkinliğinde kısmi bir azalmaya yol açacaktır. Yeni finansal araçların para politikası aktarım mekanizmasını zayıflatması para arzını içselleştirmektedir.

Finans alanındaki yeniliklerin zeminini oluşturan teknolojik gelişmelerin temeli 19. yüzyılda atılmıştır. 19. yüzyılın ikinci yarısında telgrafın ve demiryollarının yaygınlaşmasıyla şube bankacılığı gelişmiş, 1860'lı yıllarda Atlantik Okyanusu'na telgraf kablolarının döşenmesiyle finansal işlemler deniz aşırılmış, günümüzde ise telefon, faks, bilgisayar ve bunların iletişim ağlarıyla bütün dünyaya yayılmıştır. Bugün artık yatırımcılar internet aracılığıyla finansal araçların yönetim esaslarını, uzun vadeli performanslarını, derecelerini öğrenebilmekte, birbirleriyle karşılaştırabilmekte ve finansal kurumlarda fonların pazarlanmasını internet web sayfaları aracılığıyla müşterilerine ulaştırmaktadır. Bilgi iletişimi ve işlem maliyetlerinde son yirmi yıl içinde ortaya çıkan çok büyük miktarlardaki azalma uluslararası malî piyasalardaki işlem hacmini inanılmaz boyutlara ulaştırmıştır. Takas işlemleri de (Clearing System) bu gelişmelerden nasibini almış, uluslararası transferlerin artık elektronik olarak teyidini yapan takas kurumları ortaya çıkmıştır.

Bilgi ve iletişim teknolojisi (Information and Communication Technology-ICT) sektörlerinde, özellikle 1980 ve 1990'lı yıllarda ortaya çıkan ve yeni ekonomi olarak ifade edilen yenilikler, aynı dönemlerde ortaya çıkan küreselleşme eğilimleri ile birlikte toplumların sosyal, siyasal ve ekonomik yapısında önemli değişimler ortaya çıkarmıştır. Bilgi ve iletişim teknolojisi temelli olarak ortaya çıkan ve bu kadar geniş alanı etkileyen söz konusu değişimler, merkez bankacılığında ve para

politikası uygulamalarında da bir takım etkiler doğurmuştur. Yeni ekonomi koşullarının geçerli olduğu çağımızda, iktisadi birimlerin merkez bankalarının uygulamış oldukları politikaları ve bu politikaların sonuçlarını daha yakından izlediği ve bu nedenle de uyguladıkları politikaların hedeflenen amaçları gerçekleştirebilmesini isteyen politika yapıcılarının iktisat politikalarını daha şeffaf, hesap verebilir ve kurala bağlı olarak uygulamasının bir zorunluluk olduğu öne sürülmektedir. Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki ilerlemeler neticesinde iktisadi birimler, para otoritelerinin uygulayacakları para politikalarını önceden tahmin etmede ve bu politikaların sonuçlarını öngörmeye daha önce hiç olmadığı kadar başarılı olmaktadır. Dolayısıyla, yeni ekonomi koşulları altında, uyguladığı para politikalarının daha etkin olmasını isteyen bir para otoritesinin, para politikalarını sadece belirli bir amaç çerçevesinde daha şeffaf, hesap verebilir ve kurala bağlı olarak uygulaması gerekmektedir. Diğer bir ifade ile, bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan hızlı gelişmelerin malları, hizmetleri, finansal piyasaları ve emek faktörünü daha esnek bir yapıya kavuşturduğu yeni ekonomide, iradi para politikası her şeyi daha kötü yapacağından para politikasının daha fazla kurala bağlanması, daha yasal bir çerçeveye oturtulması ve böylece daha şeffaf bir konuma ulaşması adeta bir zorunluluk haline gelmiştir. Bu noktadan hareketle, bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmelerle birlikte, para politikalarının etkinliğinin giderek artan bir biçimde piyasa katılımcılarının beklentilerine daha fazla bağımlı hale geldiği ve bu nedenle de günümüzün yeni ekonomi koşulları altında iktisadi birimlerin güvenini kazanamayan para politikalarının etkin olamayacağı söylenebilir(Yumuşak, 2008: 325-326).

Bilgi ve iletişim teknolojisinde ortaya çıkan gelişmeler, piyasa katılımcılarının para otoritelerinin uyguladıkları para politikaları hakkında daha fazla bilgi sahibi olmasını sağlamıştır. Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmelerin para politikası üzerindeki ikinci önemli etki ise özellikle kredi kartı gibi uygulamalarla elektronik paranın kullanımını yaygınlaştırması ve böylece de nakit para talebinin azalmasına yol açmasıdır. Bu iki önemli gelişme, başlıca amaçları ekonomik istikrarı sağlamak olan para politikası yapıcılarının işini daha da karmaşık hale getirmiştir. Çünkü zaten para otoritelerinin önünde bir taraftan para politikasının

gerek doğasından gerekse de uygulamasından kaynaklanan bir çok problem mevcuttur. Şöyle ki para politikası doğası gereği ekonomi üzerinde hemen bir etkisini göstermez, diğer bir deyişle para politikasının zaman gecikmeleri uzundur. Diğer taraftan uygulama açısından da araç bağımsızlığına sahip olmayan merkez bankaları para politikasını siyasi otoritelerin baskısı nedeniyle bağımsız bir biçimde yürütemeyecektir. Bütün bunların yanı sıra bilgi ve iletişim teknolojisinde ortaya çıkan yenilikler, para otoritelerinin işini daha da karmaşıklaştırmaktadır. Örneğin elektronik para kullanımının yaygınlaşması, parasal aktarım mekanizmasının özellikle kredi kanalının etkin bir biçimde çalışmasına çoğu zaman engel olmaktadır. Öte yandan bilgi ve iletişim teknolojilerinde ortaya çıkan gelişmeler ile birlikte merkez bankaları piyasa katılımcılarının piyasa hakkında daha fazla bilgi sahibi olması nedeniyle piyasa katılımcılarına daha fazla güven vermek ve böylece uygulanan politikaların başarılı olmasını sağlamak için, onlarla daha fazla iletişim kurmak ve onları politika eylemleri ile ilgili olarak sık sık bilgilendirmek zorunda kalmıştır. Bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişmelere paralel olarak ortaya çıkan finansal serbestleşme ve küreselleşme olgusu da ekonomileri dış şoklara açık hale getirmiş ve bu da merkez bankalarının piyasa risklerine karşı daha fazla duyarlı olmasını ve piyasa risklerine daha hızlı tepki vermesini gerekli kılmıştır(Cecchetti, 2002: 2-4).

Bunlara ek olarak, yeni finansal araçların kullanımının yaygınlaşması ile birlikte iktisadi birimlerin nakit talebinde ortaya çıkan azalmalar, parasal aktarım mekanizmasının çalışmasını engellemektedir. Parasal aktarım, kredi paraya ihtiyaç duyulmadan ticari işlemler aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla bu koşullar altında örneğin kredi hacmini daraltarak ekonomiyi soğutmak isteyen ve bu amaçla da sıkı para politikasını takip eden bir merkez bankası, iktisadi birimlerin nakde ihtiyaç duymamaları nedeniyle kredi hacmini özellikle de cari dönemde azaltmayı başaramayacaktır. Nitekim para politikası ve merkez bankacılığı alanında yapmış olduğu çalışmalar ile tanınan Frederic S. Minskin de ,son 20 yılda yaşanan finansal gelişmeler ve ilerlemeler sonucunda, literatürde parasal aktarımın banka kredileri kanalının 1950’li 1960’lı yıllara göre öneminin azaldığı fikrini savunarak

yeni finansal araçların para politikasının aktarım mekanizmasını zayıflattığı görüşüne katılmaktadır (Minskin, 1995: 7).

İletişim ve bilişim teknolojileri sektörlerinde ortaya çıkan büyük ilerlemeler, iktisadi birimlerin nakit taleplerini azaltarak para politikasının özellikle kredi kanalının etkinliğinde kısmi bir azalmaya yol açarken, merkez bankalarını ilan ettiği hedefler içinde kalmaya zorlayarak para politikasının etkinliğini artırdığı söylenebilir. Çünkü iletişim ve bilişim teknolojilerinde ortaya çıkan gelişmeler sonucunda piyasa katılımcıları, merkez bankalarının para politikası uygulamalarını çok yakından takip edeceğinden merkez bankalarının parasal sürprizler yaparak piyasa katılımcılarını yanıltma şansı azalacaktır. Diğer bir deyişle merkez bankalarının zaman tutarsızlığına düşmesinin önüne geçilmiş olacak dolayısıyla para politikasının etkinliği de artacaktır. Ancak İletişim ve Bilişim teknolojilerindeki gelişmelere rağmen yine de bir ekonomide merkez bankaları uyguladıkları para politikalarının etkilerini piyasa katılımcılarından daha iyi bileceklerdir. Dolayısıyla merkez bankaları kısa bir süre için de olsa, piyasa katılımcılarını şok politikalarla şaşırtabilirler. İşte bu nedenle iletişim ve bilişim teknolojilerindeki gelişmelerin merkez bankası bağımsızlığı, kurala dayalı bir politika ile şeffaflık ve hesap verilebilirlik gibi konularda etkili olmasını isteyen merkez bankaları, para politikasını gerçekleştirmenin ön koşulları değiştirmedeği söylenebilir. Bu bağlamda uyguladığı para politikasının etkili olmasını isteyen merkez bankaları, para politikalarını bir kural dahilinde daha şeffaf ve hesap verilebilir bir biçimde uygulamalıdır. Çünkü ancak bu şekilde merkez bankalarının parasal sürprizler yaparak iktisadi birimleri yanıltmasının önüne geçilebilmektedir. Merkez bankaları para politikası kuralını tespit ederken ise piyasaların para politikasına yönelik beklentilerini araştırmalı ve bu beklentiler çerçevesinde bir para politikası kuralı ilan etmelidirler. Para politikası kuralının bu şekilde belirlenmesi ile birlikte, merkez bankalarının parasal sürprizler yapma şansı azalacağından para politikasının güvenilirliği artacak ve böylece para politikasının başarılı olma şansı yükselecektir (Woodford, 2001: 310-314).

1980'lerden sonra birçok ekonomide yapısal değişimler yaşanmaya başlanmıştır. Bilgi iletişim teknolojilerinde meydana gelen gelişmeler ve birçok ülkede liberalleşme yönünde yapılan düzenlemeler ekonomilerin yapısal olarak değişmesine neden olmaktadır. Finansal piyasalarda banka dışı aracı kurumların sayısındaki artış, bu kurumlar tarafından ihraç edilen bazı varlıkların paranın bazı fonksiyonları yerine getirmelerine neden olmuştur ki bu durum para arzının içselleşmesine neden olmaktadır.

### **2.1.5 Finansal Yenilikler**

Finansal gelişmelere paralel olarak ortaya çıkan finansal yenilikler, yeni ürünleri, yeni teknikleri veya yöntemleri ve yeni kurumları içermektedir. Finansal yenilik, piyasaların mükemmel işlememesi ve/veya finansal aracılığın etkin olmaması sonucu doğan kâr fırsatlarından yararlanmak için ortaya çıkan bir ürün ya da bir süreç olarak tanımlanabilir. Finansal yenilikler ürün olarak ortaya çıktığı durumda ana etken enflasyon ve faiz oranlarındaki değişiklikler, süreç olarak ortaya çıktığında ise teknolojik gelişmelerdir. Otomatik para çekme makineleri, Nokta Satış Terminalleri, kişisel bilgisayarlarla finansal işlemler ve Elektronik Fon Transferi Sistemi olarak adlandırılan finansal yeniliklere örnek olarak gösterilmektedir.

Riski dağıtma, likiditeyi artırma ve yatırımlar için kaynak sağlama gibi özellikleri olan finansal yenilikleri finansal teknikler ve finansal araçlar olarak sınıflandırabiliriz. Yeni finansal teknikler şunlardır: Swap işlemleri (faiz ve döviz swap'ı), opsiyon işlemleri ve futures işlemleridir. Bunlar türev ürünleri (derivatives) olarak adlandırılmaktadır. Yeni finansal araçlar ise şu şekilde sayılabilir: Değişken faizli tahviller (floating rate bonds), Çift para birimli tahviller (dual currency bonds), kuponsuz tahviller (zero coupon bonds), İskontolu tahviller (discounted bonds), döviz opsiyonlu tahviller (multitipe currency clause bonds), ECU tahvilleri (ECU bonds), finansman bonosu (commercial paper), mevduat sertifikası. Ancak bu araçlara sürekli olarak yenileri eklenmektedir. Bu araçlar, sadece finansal piyasalarda kullanılan araçlardır. Ayrıca, daha önce de sözü edilen ve hem finans hem de para piyasalarını etkileyen, ödeme sistemleri ile ilgili yenilikler, ATM'ler, kredi kartları ve

bankamatik kartları ile bunlara bağılı yenilikler de finansal piyasalardaki gelişmelerin bir sonucudur. Bütün bu gelişmeler finansal sistemin yapısını ve işleyişini değıştirmekte ve para politikası uygulamasını etkilemektedir(Günel, 2001: 46-49).

### **2.1.5.1 Finansal Yeniliklerin Farklı Biçimleri**

Ödeme sistemlerindeki, finansal tekniklerdeki yenilikler ve yeni finansal araçların yoğun bir şekilde kullanımı sonucu merkez bankalarının geleneksel aktarma mekanizmaları yoluyla reel ekonomiyi etkileme güçleri giderek zayıflatılmaktadır. Merkez bankasının geleneksel aktarma mekanizmalarının gerçekleştiğı kanallarla finansal yenilikler arasındaki ilişkiler para arzının içselliğı anlamında önemlidir. Çünkü yeni finansal araçlar sayesinde firmalar ve bankalar yeni fon kaynaklarına daha kolay ulaşılabilmekte ve karşılaşılabilecekleri riskleri daha iyi yönetebilmektedir. Bu durum tamamen olmasa da merkez bankasının aktarma mekanizmaları kanalıyla para politikasını yürütebilme kabiliyetinin azalmasına ve para arzının yaratılma sürecinde bankaların ve firmaların etkinliklerinin giderek artmasına neden olmaktadır ki bu da para arzının giderek içselleştiğı anlamına gelmektedir.

#### **2.1.5.1.1 Ödeme Sistemindeki Yenilikler**

Otomatik Para Çekme Makineleri(ATM), kredi kartları, bankamatik kartları, Elektronik Fon Transferi(EFT), Swift ve Satış Noktasından Elektronik Fon Transferi(EFTPOS)ödeme sistemindeki yeniliklere örnek olarak verilebilir. Elektronik bankacılığın en önemli ürünlerinden biri olan EFT sistemlerinin kullanılmaya başlaması ile geleneksel bankacılıkta olduğu gibi fonlar bir yerden bir yere banknot, çek, ödeme emri gibi fiziki olarak değil, çok kısa bir süre içinde kaydi ödeme yöntemleriyle transfer edilebilmektedir. EFT sisteminin geliştirilmesindeki öncelikli amaçlardan biri büyük miktarlardaki kağıda dayalı işlemlerin kolaylaştırılarak kâğıt dolaşımının azaltılmasıdır. Swift ise uluslararası ödeme sistemidir.



ATM'ler, müşterilerin istedikleri gün istedikleri saatte para çekme, para yatırma, kendilerine ait hesaplar arasında fon transfer etme, düzenli ödemelerini gerçekleştirme ve hesap durumlarını kontrol etme gibi gereksinmelerini karşılayan elektronik cihazlardır. ATM'ler ilk olarak para çekme ve para yatırma işlemleri için düzenlenmiş olmalarına rağmen günümüzde bu makinelerin hizmet yelpazesi fon alım satım işlemlerini verebilecek kadar çeşitlenmiştir. ATM'lerin giderek daha fazla işlem yapabilecek şekilde dizayn edilmelerindeki temel amaç, şubelerin değişen hizmet anlayışına uygun bir hizmet verebilmektir(Yardımcı, 2005: 71).

EFTPOS bireysel bankacılık uygulamalarının dünya çapında yaygın örneklerinden biridir. Satış noktalarından yapılan ödemelerde; bir kart aracılığı ile çalışan terminallerden, müşterilerin kendi banka hesaplarından, satıcının banka hesaplarına para aktarması fikri, elektronik fon transferinin temelini oluşturur. Satış noktalarında yapılan işlemlerin büyük kısmı, plastik kart ve kart sahibinin şifresine (PIN) dayanmaktadır. POS/DEBIT kartlar, transfer işleminin önemli unsurlarıdır. Kasiyer bu kartı otorizasyon terminalinden geçirir. Daha sonra müşteri, özel bir şifreleme aletinden (PIN PAD) şifre numarasını girer. Bunun sonucunda kartın geçerliliği ve müşteri hesabının uygunluğu çeşitli kontrollerden geçirilir ve eğer ortaya herhangi bir engel çıkmazsa, müşterilerin hesabından satıcının hesabına transfer işlemi gerçekleştirilir(Ketenci, 2005: 19).

Kredi kartları hamiline açılmış bir potansiyel krediyi ifade etmektedir. Kredi kartları perakende harcamalarda, nakit ve çeklerin yerine kullanılmaktadır. Kredi kartı sisteminde banka, işyerince gönderilen satış bildirimleri eline geçtikçe, bildirim bedelini satış yapan firmanın bankadaki hesabına kaydetmekte ve harcama bedellerini toplayarak dönem sonunda, harcama yapan müşterilerin toplam harcama tutarını müşteriye bildirmektedir. Kredi kartı sahibi borç ödemelerini toptan ya da taksitle ödeme imkanlarına sahiptir. Ayrıca belirli faiz ve hizmetlerinden dolayı da çeşitli ödemeler yapmaktadır. Farklı ödeme alternatiflerine duyulan ihtiyaç farklı ödeme kartlarının da ortaya çıkmasına yol açmıştır. Kredi kartlarından başka kullanılmakta olan diğer ödeme kartları ise banka kartları, borçlanma kartları, akıllı kartlar ve sanal kartlar ve eğlence-seyahat kartlarıdır(Yardımcı, 2005: 73). Ödeme

sistemlerindeki yenilikler paranın kullanımını azaltmaktadır. Paranın kullanımının finansal yeniliklerle azalması ve bu nedenle para arzının içselleşmesi yapısalci içsellik yaklaşımında vurgulanan önemli konulardan birini oluşturmaktadır.

Ödeme sistemindeki yenilikler kâğıt para dolaşımını azaltmaktadır. Bu durumda yapılacak işlemler için kaydi ödeme yöntemlerinin kullanılması, merkez bankası tarafından yaratılan paraya olan ihtiyacı azaltacaktır. Dolayısıyla para arzı içselleşecektir.

#### **2.1.5.1.2 Finansal Tekniklerdeki Yenilikler**

Finansal tekniklerdeki yeniliklere Forward, future işlemleri, Swap, opsiyon ve Repo işlemleri, vadeli döviz işlemleri, leasing ve faktoring örnek olarak verilebilir. Vadeli işlemlerle ilgili kontratlar, gerçek ürünlerle ilişkisi nedeniyle türev ürünler(derivative instruments)şeklinde tanımlanmaktadır.Tanım olarak futures(vadeli) işlem belli bir ürünün, fiyatı bugünden sabitlemek koşuluyla ileri bir tarihte teslim edilmesi(ya da teslim alınması) taahhüdünü içeren kontratların alınıp satılmasıdır. Bu tür işlemler buğday, pamuk, şeker, petrol, altın, devlet tahvili, döviz, faiz oranı, borsa endeksi gibi çeşitli değerler üzerine oluşturulabilmektedir. Riskten korunmak amacıyla hareket edilmesi halinde gerçek piyasada alıcı olan kişinin vadeli işlem piyasasında satıcı olması gerekmektedir.

Forward işlemler özünde future işlemlere benzemektedir, bununla birlikte aralarındaki fark şu şekilde özetlenebilir; forward kontratlar üçüncü bir şahısa devredilmez, taraflar birbirlerini tanırlar, kontrat hükümleri taraflarca tespit edilir ve teslimat aralarında gerçekleşir. Future kontratları ise ilgili piyasalarda standartlaşmış vade(valör) ve hükümlere tabidir. Forward piyasalarda future piyasalarının aksine, teminat gereksinimi yoktur ve future kontratları forward kontratlarına kıyasla daha akışkandır çünkü bir future kontrat her an aksi yönde bir kontratla dengelenebilir. Futures kontratlarının fiyatı piyasada, forward kontratlarının fiyatı ise taraflar arasında pazarlık sonucu belirlenir. Forward piyasada takas kurumu yoktur.

Döviz swap'ı spot ve forward işlemlerinin bir karışımıdır. Döviz kurları ve faiz oranlarındaki değişmelerin yarattığı riskleri minimize etmek amacıyla, döviz bazında geliştirilen bir finansal tekniktir. Örneğin bir ABD bankası bir Alman bankasına dolar vererek spot kurdan Euro satın alabilir, ancak bir kontratla belirlenmiş ileri bir tarihte bu Euroları forward kurdan dolar karşılığı geri satacağını taahhüt eder(Keyder, 2000: 26).

Opsiyon tanım olarak, kontratı satın alan tarafa, ürünün fiyatını bugünden sabitlemek koşuluyla, bu ürünü kontratta belirlenen ileri bir tarihte satın alma, ya da satma hakkını veren bir anlaşmadır. Opsiyonu satın alan taraf , vade sonunda opsiyonu kullanmada tercih hakkına sahiptir. Öte yandan opsiyonu satan taraf , karşı taraf talep ettiğinde bu ürünü başta anlaşılmış fiyat üzerinden kontrat türüne göre satın alma veya satma yükümlülüğünü üstlenmektedir. Opsiyonlar döviz, faiz, hisse senedi endeksi veya emtia üzerinden alınıp satılabilir. Opsiyon işlemlerinde taraflardan biri opsiyon satan, diğeri ise opsiyon alan kişidir. Fiyatların düşeceğini tahmin eden bir kişi satma opsiyonu alarak kâra geçebilir.

Repo (Repurchase Agreement) bankaların yasal karşılık ve faiz tavanına bağlı olmaması ve likidite gibi nedenlerle çekici buldukları geri satın alma sözleşmesidir ve ileride geri satın alma koşuluyla taşınır değerlerin geçici bir süre için satışını ifade eder. Repo bir anlamda kısa vadeli, teminatlı bir borç sözleşmesidir.Bu yolla fon fazlası bulunan yatırımcı atıl fonlarını, fon açığı bulunan kesime belirli bir faiz karşılığında aktarmaktadır. Repo anlaşmasının farklı uygulamaları vardır. Örneğin açık repo anlaşmasında taraflardan biri sözleşmeyi istediği zaman bozabilme, borç alan ise teminat olarak verdiği menkul kıymetleri değiştirme hakkına sahiptir. Sürekli repo anlaşmasında ise taraflardan biri sözleşmeyi feshetmedikçe, vade sonunda sözleşme kendiliğinden yenilenmektedir. Repo işlemlerinin belirlenmiş bir getiri oranı yoktur. Bankaların nakit ihtiyacı ve piyasa faiz oranları, repo işlemlerinde talep edilecek getiri oranını etkileyebilmektedir. Repo işleminde genellikle teminat olarak kamu menkul kıymetleri kullanılmaktadır. Bu tür piyasadaki hızlı gelişme sonucu, özel sektör tahvilleri, finansman bonoları, banka bonoları gibi menkul kıymetler de

kullanılabilmektedir. Yabancı para üzerinde yapılan repo işlemine ise Swap denir(Keyder, 2000: 13)

Factoring, büyük miktarlarda kredili satışlar yapan firmaların, alacak haklarının factoring şirketleri tarafından satın alınması, yani alacağın vadesinden önce nakte dönüştürülmesidir. Leasing ise, alıcı ile satıcı arasına giren üçüncü tarafın, bir malı satıcı taraftan peşin parayla satın alarak, esas alıcı olan tarafa kiralamasıdır. Böylece, alıcı tarafın baştan sermaye bağlamak istemediği ya da bağlayamadığı mallar küçük dilimler halinde araya giren leasing şirketi tarafından alıcıya kiralanmaktadır. Yeni finansal tekniklerin geliştirilmesi ,finansal yenilik sürecini desteklemiştir. Faiz oranları ve döviz kurunda dalgalanmaların ve belirsizliklerin olduğu ekonomilerde risklerden korunmak amacıyla bu tür finansal teknikler geliştirilmiştir.

Faiz oranlarındaki ve döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı döviz, faiz ve para üzerinden gerçekleştirilen swap, opsiyon gibi finansal teknikler merkez bankasının geleneksel aktarma mekanizmaları yoluyla reel ekonomiyi etkileme güçleri zayıflatmaktadır. Bu durum para arzının yaratılması sürecinde bankaların ve firmaların etkinliklerinin giderek artmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla para arzı yeni finansal teknikler sayesinde içselleşmektedir.

### **2.1.5.1.3 Yeni Finansal Araçlar**

Menkul kıymetler piyasasının, finansal piyasalar içindeki payının artmasıyla birlikte kredi türev ürünleri gibi yeni nesil finansal araçların kullanımı yaygınlaşmıştır. Bununla birlikte birincil ve ikincil piyasaların içerisinde işlem gören yatırımcı ve yatırım aracı sayısının günümüz finans dünyasının ihtiyacına göre artması beraberinde, teminatlandırılmış borç yükümlülükleri(CDO), kredi temerrüt swapları(CDS), kredi ilişkili borç senetleri(CLN), toplam getiri swapları(TRS) gibi farklı ürünlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bunun yanı sıra değişken faizli tahviller, çift para birimli tahviller, kuponsuz tahviller, iskontolu tahviller, döviz

opsiyonlu tahviller, finansman bonusu, mevduat sertifikası gibi finansal araçlar ortaya çıkmıştır(Demir, 2008: 14).

Mevduat sertifikası, belirli bir süre için belirli bir faiz oranı üzerinden bankaya yatırılmış fonlara ait pazarlanabilir banka belgeleridir. Ciro edilebilme niteliği nedeniyle likiditesi yüksektir.

Kredi temerrüt swapları taraflar arasındaki iki ödemenin takasını kapsamaktadır. Bir tarafta CDS ödemesi, diğer tarafta sadece kredi temerrüdünün gerçekleşmesi halinde yapılacak ödemedir. Bir araç olarak CDS anlaşmaya konu olan varlığın temerrüde düşmesi halinde yükümlülüklerinin karşılanmasını sağlar. Bu açıdan bakıldığında sigorta poliçesi olarak değerlendirmek mümkündür. Burada sigorta edilen dayanak varlığın temerrüdüdür(Demir, 2008: 14).

Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri varlıklardan oluşturulmuş bir havuza dayandırılmış kredi aracı olarak CDO'lar en yaygın kullanılan türevlerden biridir. Bir CDO, krediler, tahviller, mortgage kredileri, kredi kartları tüketici kredileri gibi dayanak varlıkları bir araya getirir ve yatırımcılara sunar. Bu şekilde bir CDO risk profiline göre kredi riskinin dağıtılmasına olanak sağlar. CDO dayanak varlığın çeşidine göre isimlendirilebilir. Herhangi bir riskin borcun CDO'lara teminat olmasının dışında CDO'nun kendisinin de yeni bir CDO için teminat olması durumu CDOz olarak tanımlanmaktadır(Chacko, 2006: 35).

Sadece merkez bankasının çıkardığı banknotlar ya da bankaların yarattıkları kaydi paralar değil, diğer finansal araçlar tarafından ihraç edilen menkul kıymetler aracılığıyla yatırımların finansman olanakları genişlemektedir. Finansal küreselleşme bankaların çeşitli yatırımları finanse edebilme yeteneklerini değiştirerek bankaların, merkez bankası kaynaklarına bağımlılığını önemli ölçüde azaltmıştır.

### 2.1.5.2 Finansal Yenilikler ve Para Arzı Üzerindeki Etkileri

Bir piyasada kontrolün ve kısıtlamaların fazla olması, bunlardan ve dolayısıyla bunların ortaya çıkardığı maliyetlerden kaçınmak için bir takım yenilikler keşfetmeye yönelik araştırmaları da artırmaktadır. Kurallar sıkı hale geldikçe, bu kuralları aşma çabaları da artmaktadır. Finansal piyasalarda para piyasası üzerindeki kontrol arttıkça, maliyetler, dolayısıyla faiz oranı yükselmekte, bu durum uluslararası işlemleri gerçekleştirenleri bu düzenlemelerden kaçınmanın yollarını arama konusunda daha da teşvik etmektedir. Böylece finansal yenilikler meydana getirme ve kârlı arbitraj fırsatları da artmaktadır. Böyle bir ortamda piyasalar üzerinde uygulanan kontrollerin başarılı olması mümkün değildir(Çağlar, 2003: 51-52).

Bilişim ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, sözü edilen bu eğilimin dünya çapında ivme kazanmasına yol açmıştır. En büyük üç finansal merkezin New York, Londra, Tokyo olduğu düşünülürse yirmi dört saat durmaksızın işleyen küresel bir finans piyasasının var olduğu görülür. Bütün bu gelişmeler birbirini besleyecek şekilde hareket etmiştir.

Enflasyon konusunda hassas olan hükümetlerin enflasyonla mücadelede faiz oranlarını artırma yolunu seçmesiyle ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin etkinliğini yitirerek ortadan kaldırılmasıyla ,ülkelere yüksek getiri oranlarından istifade etmek isteyen sıcak para girişi olmuştur. Talebi artan ülke parası değerli hale gelince, ülkenin ihracatı pahalılaşarak, ithalatı ucuz hale gelmiştir. Sonuçta sabit kurları muhafaza etmek mümkün olmayınca faiz oranlarında oynaklığın arttığı bir dünyada işletmeler ciddi risklerle karşı karşıya kalmışlardır. Bu durumda bankalar bu riskleri sigortalayacak finansal yenilikler oluşturup, işletmelerin hizmetine sunmaya başlamışlardır. Böylece opsiyonlar, gelecek işlemleri ve çeşitli finansal türevlerin sayısında patlama yaşanmıştır. İşletmeler ve diğer kurumsal yatırımcılar bu fırsatları değerlendirerek, karşılaştıkları riskleri asgariye indirmek amacıyla, çeşitli finansal merkezlerde finansal varlık satın almak suretiyle portföy çeşitlendirmesine gitmişlerdir(Çağlar, 2003: 51-52).

Finansal sistem açısından önemli olan diğer unsurlar ise finansal küreselleşme eğilimleri ile piyasalardaki yenilik ve serbestleşmedir. Bunlar, teknolojik gelişmelerle birlikte kaçınılmaz hâle gelmiştir. Bu üç temel unsur, hem piyasaların hızla gelişmesine ve küreselleşmenin artmasına, hem de piyasalarda rekabetin ve dolayısıyla işlem ve araç türlerinin artmasına yol açmıştır. Bu gelişmeler, ulusal finansal sistemlerin genişlemesini ve derinleşmesini sağlamanın yanı sıra farklı finansal piyasalar arasındaki entegrasyonu ve küreselleşmeyi artırmıştır.

Bu bağlamda J.Akhtar finansal sistemi etkileyen finansal değişiklikleri beş ayrı kategoride ele almakta ve bunların para politikası açısından etkilerini incelemektedir. Birincisi, bankaların ve diğer finansal kuruluşların faize karşı duyarlı fonları giderek daha fazla kullanmaya başlamalarıdır. Yüksek ve istikrarsız faiz hadleri ve elektronik transfer teknolojisindeki gelişmeler nedeniyle giderek önem kazanan pasif yönetimi, bankaların kendi adına veya müşterileri adına yürüttükleri nakit yönetimi ve faiz haddi kontrollerinin kaldırılması, faize karşı duyarlı fonların kullanımının artmasının başlıca nedenleridir.

İkinci finansal gelişme, değişken veya dalgalı faiz oranlı borçlanmanın ortaya çıkması ve borçlanma vadelerinin kısalmasıdır. Üçüncü kategori finansal piyasaların genişlemesi ve derinleşmesi, yeni finansal piyasaların ortaya çıkması ve birçok finansal araç için ikincil piyasaların kurulmasıdır. Bu gelişmelerin en önemli sonucu, pazarlanabilen kredi araçlarının gelişmesi yani doğrudan finansmanın, başka bir deyişle piyasalardaki finansmanın artmasıdır. Bu durum yüksek likidite potansiyelini artırmakta ve bu araçların işlem amacıyla kullanılabilmesine, yani istenildiğinde nakde çevrilebilmesine imkân sağlamaktadır.

Dördüncü finansal gelişme ise perakende bankacılık işlemlerindeki yeniliklerdir. ATM'ler, satış noktası terminallerinin(POS) yaygınlaşması, kredi ve bankamatik kartları, telefon bankacılığı, ev bankacılığı gibi yeni teknolojilerden kaynaklanan uygulamaların yanı sıra nakit tutmayı azaltıcı etkisi olan para piyasası fonları menkul kıymet yatırım fonları, yatırım ortaklıkları gibi piyasa faizine yakın faiz veren araçların artması perakende bankacılık alanındaki başlıca gelişmelerdir. Son gelişme

ise finansal hizmetleri sunan kuruluşlarla ilgili kurumsal ve yapısal gelişmelerdir. Bankaların yanı sıra, diğer finansal kuruluşlara da bazı işlemleri yapma yetkisinin verilmesi ve bazı hukukî kısıtlamaların kaldırılması hem rekabeti artırmış, hem de finansal sistemi genişletmiştir(Günel, 2001: 46-49).

Yukarda ifade edilenlerin tamamı bugünkü gelişmeler için de geçerlidir. Finansal yeniliklerin nedeni olarak, faiz ve döviz kurlarındaki istikrarsızlık, teknolojik ve hukukî düzenlemelerde serbestleşme, piyasaların genişlemesi ve ikincil piyasaların oluşması, rekabetin ve uluslar arasılaşmanın artması konuları bugün için de önemlidir. Görüldüğü gibi, 1980'lerin başındaki gelişmelerle 1990'ların başındaki gelişmelere ilişkin çalışmaların ele aldığı konular ve vardıkları sonuçlar paralellik göstermektedir. Bununla birlikte değişen tek şey bu gelişmelerin boyutu ve hızıdır. 1980'lerin ikinci yarısı ve 1990'larda finansal yenilikler ve küreselleşme daha da hızlanmış ve piyasalar birbirine daha bağımlı hâle gelmiştir. Dolayısıyla ulusal para politikası uygulamaları daha da zorlaşmış ve etkinlikleri azalmıştır(Ketenci, 2005: 58).

Finansal yenilikler bilgiye ulaşmayı kolay ve ucuz hale getirirken, bireyler ve kurumlar piyasalarla ilgili bilgilere hızlı ve güvenilir yollardan ulaşabilme imkanı bulmuşlardır. Finansal piyasalardaki hızlı bilgi akışı nedeniyle hükümetler para politikalarını daha açık ve şeffaf biçimde uygulamak zorunda kalmaktadır. Bu şeffaflık sonucunda şok para politikaları uygulamaları olanaksız hale gelmekte, böylece bireylerin ve kurumların gelecekle ilgili belirsizlikleri aşması mümkün olabilmektedir. Finansal yeniliklerdeki hız, para arzı, para talebi ve aktarım mekanizmasında da değişiklikler yaratmaktadır. Para arzı tanımları değişmektedir. Para arzlarının alt kalemlerinin likiditelerine göre sınıflandırılması geçmişe göre daha zor hale gelmektedir. İkincil piyasaların ortaya çıkması ve hızla gelişmesi ile vadelerin kısalması likiditeye göre para arzı sınırlamalarını belirlemede güçlükler yaratmaktadır. İkincil piyasaların gelişmesi ve vadelerin kısalması likit varlıkların geçmiş dönemlere göre hızlı bir şekilde artmasına sebep olmaktadır. Ayrıca repo gibi yeni ortaya çıkan yatırım araçlarının da para arzı tanımları içinde yer alma zorunluluğu ortaya çıkmaktadır.



Elektronik para ve kredi kartı kullanımlarının sağladığı kolaylıklar sonucunda, bireyler ve kurumlar arasında bu aktiflerin kullanımı giderek yaygınlaşmaktadır. Bireyler nakit para kullanma alışkanlıklarını terk ederek elektronik para ya da kredi kartlarına yönelmektedirler. Bunun sonucunda dolaşımdaki para miktarı da doğrudan etkilenmektedir. Finansal alanda yaşanan hızlı değişimin ortaya çıkardığı yeni finansal araçlar, para tanımlarında karmaşaya yol açmaktadır. Standart para tanımları yapmak güçleşmiş ve farklı para tanımları ortaya çıkmıştır. Bugün için geçerli olan para tanımı çok kısa bir süre içerisinde geçerliliğini kaybetmektedir. Politika yapıcıları hangi amaçla hangi para tanımını kullanacaklarını tahmin etmede güçlük çekmeye başlamışlardır. Yaşanan bu gelişmeler tüm dünyada politika yapıcılar, finansal çevreler ve akademisyenler arasında para tanımları ile ilgili tartışmalar çıkmasına yol açmıştır(Aubry ve Nott, 1999: 29-30). Merkez Bankaları para politikasını uygularken ve para arzını belirlerken paranın dolaşım hızındaki değişimleri dikkate almak zorundadır. Teknolojik gelişme ve finansal yeniliklerle ortaya çıkan yeni dönemde merkez bankalarına ödeme sisteminde bazı sorumluluklar düşmektedir. Merkez Bankasına yeni ortamda düşen sorumluluk etkinliği sağlamaktır(Yıldırım ve Karaman, 2001: 545-546).

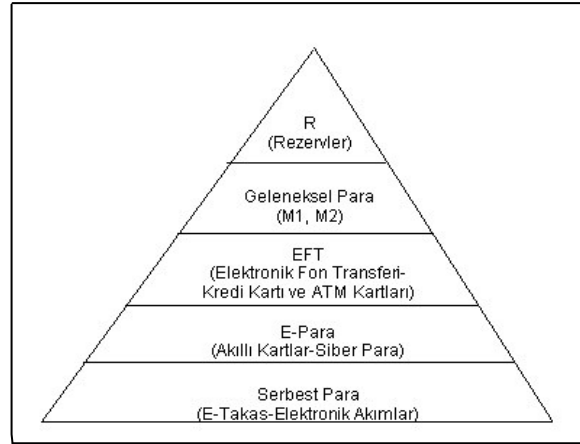
Elektronik para ve kredi kartı kullanımının Merkez Bankalarının uygulamakta olduğu para politikası araçlarına olan etkileri incelenmesi gereken bir alan olarak dikkati çekmektedir. Çünkü parasal büyüklüklerin tanımı finansal sistemde meydana gelen değişimlere bağlı olarak değişim göstermektedir. Örneğin bankaların olmadığı bir ortamda para arzı dolaşımdaki paradan ibaret olacaktır. Vadesiz mevduatlar istenildiğinde ve maliyetsiz olarak ödemelerde kullanılma niteliğine sahip oldukları için nakitleri ve vadesiz mevduatları içeren bir M1 tanımı yapılmıştır. M2 tanımında yer alan vadeli mevduatlar M1 tanımındaki değişkenler gibi istenildikleri anda ödemede kullanılmamalarına rağmen bir ödeme gücü oluştururlar. Finansal alanda meydana gelen değişim sonucunda ortaya çıkan bazı yeni aktiflerin M1, M2 ve M3 tanımlarına uygun olan sınıflandırmaya dahil edilmesi gerekmektedir. Finansal yeniliklerin ortaya çıkardığı bir kısım finansal varlıklar bu üç parasal büyüklüğe dahil edilmeyip, yeni ve kapsamlı bir para tanımını gerekli hale getirmiştir. Bu yeni

tanım L-“Likidite”dir ve M3 ‘e ek olarak banka kabullerini, finansal bonolarını ve mevduat sertifikalarını da içermektedir(Yıldırım ve Karaman, 2001: 545-546).

Elektronik para ürünleri, genel ve çok amaçlı olarak kullanılabilmelerinden dolayı çeşitli tartışmaları gündeme getirmiştir. Elektronik para ve diğer elektronik ödemeler, sadece bireylerin nakit para talebi açısından değil ekonomik açıdan da değerlendirildiğinde, para

yaratan kurumların para yaratma biçimlerinde ortaya çıkan değişimin “para” olarak nitelendirilen aktif yelpazesinin de gelişmesine neden olduğu görülmüştür. Paranın mal paradan itibari paraya, kredi parasına ve elektronik paraya doğru geçirdiği evrim sürecinde bankaların ve merkez bankalarının fonksiyonlarının farklılaştığı gözlenmektedir(Togay, 1998b). Elektronik para ve diğer elektronik ödemeler her şeyden önce geleneksel parasal piramidi değiştirmiştir. Rezerv para, Merkez Bankası parası, M1, M2, M3 vb. yerini korurken piramide yeni öğeler eklenmiştir(Ketenci, 2005: 58).

### Şekil 10. Para Piramidi



**Kaynak:**Solomon,1997, s. 91.

Yeni finansal araçların kullanımının yaygınlaşması ile birlikte iktisadi birimlerin nakit talebinde ortaya çıkan azalmalar, parasal aktarım mekanizmasının ve özellikle parasal aktarımın kredi kanalının işleyişini aksatmaktadır. Zira, yeni finansal araçlar sayesinde iktisadi birimler nakit paraya ihtiyaç duymadan ticari

işlemleri gerçekleştirebilmektedirler. Dolayısıyla bu koşullar altında, örneğin kredi hacmini daraltarak ekonomiyi soğutmak isteyen ve bu amaçla da sıkı para politikası takip eden bir merkez bankası, iktisadi birimlerin nakde ihtiyaç duymamaları nedeniyle kredi hacmini özellikle cari dönemde azaltmayı başaramayacaktır. Diğer yandan iktisadi birimlerin nakit talebinin azalması, son zamanlarda merkez bankalarının parasal tabanı, iktisadi birimlerin para taleplerini karşılama amacından ziyade görece olarak faiz oranlarını istikrarda tutma amacıyla belirlemeye yöneltmiştir. Bu ise, geçmişte serbest bankacılık okulunun ileri sürdüğü tezlerin yeniden gündeme gelmesine, diğer bir deyişle yeni ekonomide merkez bankalarına ihtiyaç duyulup duyulmayacağı sorusunun sık sık sorulmasına neden olmuştur.

Goodhart'a göre, yeni ekonomide merkez bankalarına pratik ve teorik iki nedenle daha çok ihtiyaç duyulmaktadır. Pratik nedene göre, insanlar yanlarında nakit para bulundurmamak istediği sürece merkez bankalarına ihtiyaç duyulacaktır. Yeni ekonomide, insanların nakit para talepleri azalmıştır; fakat tamamen ortadan kalkmamıştır. Bu nedenle yeni ekonomide, merkez bankalarının para oluşturmasına her zaman için ihtiyaç olduğu söylenebilir. Teorik nedene göre ise, insanlar para talep etmese ve bu nedenle merkez bankalarının para oluşturmasına gerek duyulmasa bile yine de merkez bankalarına gerek vardır. Çünkü, merkez bankaları özellikle açık piyasa işlemleri yoluyla faiz oranlarının belirlenmesi konusunda bir tekeldir. Bu nedenle merkez bankasının ortadan kalkması durumunda, faiz oranlarını belirleyecek başka bir kurumun varlığına ihtiyaç duyulacaktır (Goodhart, 2000: 189-200).

Elektronik para ve kredi kartı kullanımının nakit paraya olan talebi azaltması sonucu, piyasadaki parasal tabanda bir daralma olması muhtemeldir. Elektronik para ihraç edenlerin, bu paraların iadesi halinde bedelini hesaben veya nakden ödemek zorunda oluşu ve banknotların yasal ödeme aracı olması nedeniyle emisyon işlemleri tamamen ortadan kalkmayacaktır ancak elektronik para kullanımının yaygınlaşması ve nakit paraya olan talebin azalması sonucu merkez bankalarının emisyon işlemleri etkilenecektir. Bunun yanı sıra finansal yeniliklerin merkez bankasının işlem türlerinde ve politikalarında değişime yol açtığını söylemek mümkündür.

Sermaye hesaplarının serbestleştiiği ve türev ürünlerin kullanıldığı ülkelerde, döviz portföyü oluşturan ve işleten bankaların yurtiçi piyasalardaki sığılığın dışına çıkacağı bir gerçektir. Bu durumda bankalar hem yurtiçi para hem de döviz üzerinde etkin kararlar alarak kârını bu piyasalarda yapacağı çift taraflı işlemler ile artırmaya çalışacaklardır. Bu işlemlerin hacim olarak gelişmesi, bir ülkenin para piyasalarının gelişmiş olduğunun bir göstergesidir. Ancak reel ekonomideki güçleri zayıf olan ülkelerin para piyasaları hacim olarak büyümekle birlikte mali olarak derinleşemez. Burada mali derinleşme bu piyasalarda katılımcı sayısının artması anlamındadır. Piyasa hacmi geniş ancak katılımcı sayısı az ise piyasalar sığıdır. Sığı olan piyasalarda risk yüksektir. Bu gibi mali araç olarak çeşitlenmemiş ve derinleşmemiş piyasaların var olduğu ülkelerde merkez bankalarının yurtiçi paraya dayalı portföy yönetmesi daha zorlaşmaktadır. Bunun nedeni dövize bağılı portföy oluşturan bankaların yurtdışından sağladıkları dövizleri merkez bankasına satarak yurtiçi reel faiz farklarından para kazanma arzusunda olmalarıdır. Bu durumda para piyasalarında döviz arzı artar ve yurtiçi paranın aşırı değerlenmesine neden olur(Abaan, 2002: 58).

Finansal yenilikler rezerv çarpanları ve para arzları üzerinde arttırıcı bir etki yapmaktadır. Para talebinde meydana gelen azalma ve düşük munzam karşılıklı işlemler, mevcut koşullar altında rezerv çarpanını ve para arzlarını arttırmaktadır. Nakit yönetimi paralelinde finansal yenilikler bireylerin para talebinin ve aynı zamanda toplam varlıklar içerisinde düşük getirili varlıkların payının da azalmasına yol açmaktadır. Finansal ürün ve süreçlerde yaşanan hızlı değışim para istikrarsızlığını arttırmakta ve para talebi tahminini güçleştirmektedir. Gelişmiş ülkeler üzerinde yapılan çalışmaların çoğunda yeni finansal ürünlerin para talebi istikrarsızlığına sebep olduğu veya mevcut istikrarsızlığı arttırdığı ortaya çıkmıştır. Para talebi ve finansal yenilikler üzerine yapılan çalışmalar para talebinin kısa vadeli davranışının, uzun vadeli davranışına göre daha büyük bir istikrarsızlık gösterdiğini ve tahmin edilmesinin daha güç olduğunu vurgulamaktadır. Bu da para talebinin sınırlı olan kısa vadeli değışkenliğini anlamayı daha da güç hale getirmektedir(Yardım, 2005: 81).

Alternatif ödeme araçlarının ortaya çıkması ve gelişimi, merkez bankası ve diğer kamu otoriteleri açısından ortaya çıkması muhtemel çok sayıda politika konusunu gündeme getirmektedir. Bu gelişmeler merkez bankası açısından para politikasının kurgusu, denetimi finansal kurumlardan kaynaklanabilecek muhtemel finansal riskler ve ödeme sistemleri üzerindeki gözetim fonksiyonu gibi pek çok konuyu gündeme getirmektedir. Merkez bankası açısından alternatif ödeme araçlarının disponibilitate, munzam karşılık ve benzeri para politikası araçlarına, merkez bankası bilançosuna ve para arzına etkileri, senyoraj gelirlerini azaltması ve parasal otorite olarak enformasyon kaybına uğrayabilecek olması gibi sorunlar ortaya çıkarması söz konusudur.

Merkez Bankası tarafından yaratılan para bütün parasal büyüklüklerin içinde yer aldığından, doğrudan merkez bankası tarafından yaratılan paraya olan talep bütün parasal büyüklük tanımlarını etkilemektedir. Bununla birlikte en büyük etki dar anlamdaki para stoku tanımı olan ve bir çok ülkede doğrudan merkez bankası tarafından yaratılan para ve vadesiz mevduat toplamından oluşan M1 büyüklüğü üzerinde meydana gelmektedir. Alternatif ödeme araçlarının sisteme girmesi, diğer ifadeyle bir takım kurumların elektronik ortamda kendi paralarını yaratmaları ile sisteme satın alma gücü anlamında yeni bir para girmektedir. Bu para merkez bankasının yarattığı para ile desteklenmemekte, örneğin kredi kartında olduğu gibi satın alma gücü dolaşımdaki para ile belirlenmemektedir. Bir mevduat sahibi bankadaki hesabından nakit çektiğinde banka hem aktiflerinde (nakit) hem de pasiflerinde (mevduat) bir indirime gitmekte ve rezerv pozisyonu değişmektedir. Ancak sanal para kullandıklarında sadece pasif türünü diğeri ile değiş tokuş etmiş olmaktadır ki, rezerv pozisyonunda bir değişiklik olmamaktadır. Dolayısıyla eğer değer yüklü kartlar dolaşımdaki nakit miktarının epeyce büyük bir kısmını ikame ederse merkez bankasının bankacılık sistemi üzerindeki kontrolü azalmış olacaktır. Böyle bir durumda sistemde, satın alma gücü anlamında para yaratılmış olur. Sonuçta talep bu yaratılan para kadar artacak ve bu durum makro büyüklükleri etkileyecektir.

Para politikasının öncelikli hedefi olan fiyat istikrarına yönelik politikaların gözden geçirilmesi bu amaçla, alternatif ödeme araçlarıyla ilgili uygulamaların düzenlenmesi, tanımlanması, parasal büyüklükler içerisinde konulması, takibinin yapılması gerekmektedir. Alternatif ödeme araçlarının para büyüklük tanımlamaları içerisinde sokulmadığı ve takibinin yapılmadığı durumlarda, alternatif ödeme araçlarının toplam satın alma gücü üzerinde yarattığı etkinin giderilmesi amacıyla mevcut parasal büyüklük tanımlamalarının bu etkiyi giderecek oranda daraltılması, para politikasının sıkılaştırılması gerekebilecektir. Alternatif ödeme araçlarının mevcut parasal araçları ikame etmeye başlaması, örneğin bireylerin merkez bankası tarafından yaratılan paraya taleplerin azalması durumunda iyi para kötü parayı sistemden kovabilecek ve sistemin daha istikrarlı bir para birimiyle karşı karşıya kalması söz konusu olabilecektir. Alternatif ödeme uygulamaları ile birlikte merkez bankalarının parasal göstergeler üzerindeki kontrollerinin zayıflamakta, para arzı, döviz kuru bundan etkilenmekte ve geniş kapsamlı finansal krizlere yol açabilmektedir. Ancak temel olarak alternatif ödeme araçlarının diğer paralardan farklı olmadığını, dolayısıyla bu tür para kullanımının para politikası üzerine olan etkisinin önemsiz düzeylerde kalacağı da söylenebilir(Ketenci, 2005: 58).

### **2.1.6 Kredi Tayınlaması**

Para arzının içselleşme sürecini etkileyen bir diğer faktör de kredi tayınlamasıdır. Post Keynesyen teoride bankacılık kesimine içsel para yaratma sürecindeki rolü nedeniyle özel bir önem verilmiştir. Dolayısıyla bankacılık kesiminin kredi tayınlaması yapması yani kredi kısıtlamasına gitmesi para arzının içselleşme sürecini etkileyecektir. Bankalar, piyasadan gelen kredi taleplerinin karşılanmasında pasif birer aracı durumunda değildir. Kredi vermek isteyen bankalar likidite durumlarına bakarlar ve daha sonra verecekleri kredi miktarını ve bu krediye uygulayacakları faiz oranlarını belirlerler(Fontana, 2002: 193).

Bankaların, kredilerin geri ödenmeme riskine maruz kalmaları ve faiz oranlarını da bu riski karşılayacak şekilde yükseltmemeleri kredi tayınlaması yapmalarına yol açmaktadır. Kredinin talep edildiği piyasa veya endüstri koşulları

hakkında bilgiler eğer o piyasaya yönelik olumsuz sinyaller veriyorsa o piyasada, gelecek kredi talebinin geri çevrilmesine neden olacaktır. Bankaların likidite tercihleri büyük oranda geleceğe yönelik güven derecesi ile ters yönlü bir ilişki içinde olduğu için bankacılık kesimi geleceğe yönelik güvenini ve iyimserliğini kaybetmeye başlayınca ekonomiyeye sundukları kredi parayı kısma ve daha likit bir pozisyona geçmeye çalışırlar. Bu durum içsel para arzının azalmasına yol açar. Bankacılık kesiminin geleceğe yönelik güveni arttıkça kredi tayinlemesine daha az başvuracak ve daha fazla kredi para yaratarak para arzını içselleştirecektir(Rochon, 1997: 290)

Modern kredi ekonomilerinde bankaların kredi tayinlemesine yani miktar kısıtlamalarına başvurularında birçok faktör rol oynamaktadır. Bu faktörlerden ilki, sermaye piyasalarında eksik ve asimetrik bilginin varlığıdır. Bankalar faiz artışları nedeniyle kredi fiyatı belirlemek yerine, miktar sınırlaması yapmaktadır. İkincisi, kredi veren ve alanlar arasında piyasada aracılık yapmayı ve bilgi sağlamayı gerektirmesidir. Kredi alanlar ve verenler, kredi aracılık maliyetlerini azaltmak için özel ilişkiler geliştirmişlerdir. Bankaları bu tür ilişkiler geliştiremeyen borçlanıcılar yeni bir bankayla özel ilişkiler geliştirenceye kadar kredi sınırlı olacaktır. Bankalar risklerden kredi sınırlamasıyla kaçınabilmektedirler ve bankalar her müşteriye kredi sınırlaması koyarak potansiyel kayıplardan kaçınabilirler.

Kredi tayinlemesine yönelik üçüncü faktör, bankaların riskten kaçınmaları ve kredi değerliliği ile ilgili belirsizliklerle karşılaşmaları nedeniyle, hangi faiz oranının bu belirsizlik ve riskleri gidereceğini bilememeleridir. Bankalar kredileri, bazen teminat karşılığında vermelerine karşın, genel olarak gelecekle ilgili gelir bekleyişlerine göre vermektedir. Böylece bankalar kredileri teminat ve gelecekte beklenen gelirin bir oranı ile sınırlandırmaktadır. Dördüncüsü bankalar diğer bankalar ile aynı oranda büyümek zorundadır. Eğer bir banka diğer bankalarla yaklaşık aynı oranda büyürse bankaların kredilerinin niteliği hakkında şüpheleri artacaktır. Bu nedenle diğerlerine göre daha hızlı büyüyen bankalar ihtiyatlı olduğunu göstermek için kredi taleplerini reddedecek veya daha yüksek faiz oranlarını talep edecektir(Işık, 2004: 152).

Kredi tayinlaması faiz oranları yoluyla olabileceği gibi faiz dışı yöntemlerle de gerçekleşebilir. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çoğunda faiz oranları parasal yetki kurumlarınca saptanır, böylece serbest piyasada belirlenmesi söz konusu değildir. Bu durum, mali piyasaların arz-talep kurallarına göre işlemediğinin bir göstergesidir. Banka veya mali alandaki aracı kuruluşların kısa dönem para akımları önceden kestirilemeyebilir. Faiz oranlarının parasal yetki kurumlarınca saptandığı durumlarda, kredi faiz oranında piyasa koşullarına bağlı olarak bir değişme söz konusu olmadığından, saptanan oran genellikle denge faiz oranı olmayıp, arz ve talep dengesi ancak kredinin tayinlanması yani miktar kısıtlaması yoluyla gerçekleştirilebilecektir. Kredi tayinlamasında kredi veren kuruluşlar, kaynakların kısıtlı olması halinde kredi verirken “faiz dışı” yöntemler kullanmaktadırlar. Bu yöntemlerden bazıları teminatları artırmak, karşılık olarak mevduat tutma şartı veya doğrudan geri çevirme olabilir. Örneğin bazı bankalar, kredi alabilmek için bankada belirli bir oranda mevduat tutulmasını şart koşabilmektedir. Sıkı para politikası sırasında serbest piyasada bankalar faiz oranını yükseltip müşteri kaybetmektense, verdikleri kredi miktarını kısıtlamayı tercih edebilmektedir. Bu tür bir davranış, amaç sıkı para politikası aracılığıyla faiz oranını yükseltmekse, politikanın başarısızlığına neden olabilecektir (Keyder, 2000: 369). Dolayısıyla kredi tayinlaması ister faiz yoluyla yapılsın isterse faiz dışı yöntemlerle yapılsın bankalar kredi kısıtlamalarına giderek, ekonominin yatırımlar için ihtiyaç duyduğu finansmanı elde etmesini önleyecek ve kredi paranın azalmasına dolayısıyla içsel para arzının azalmasına neden olacaktır.

Merkez Bankalarının davranışlarındaki değişmeler ve finansal yenilikler, banka kredi tayinlamasının önemini azaltmaktadır. Finansal piyasaların serbestleşmesi ve yaygınlaşması ile piyasalara girişteki coğrafi, fonksiyonel ve kurumsal engeller azalmakta, dolayısıyla fonlar için rekabet artmaktadır. Sonuçta finansal piyasalar rekabetin artması nedeniyle daha rekabetçi, daha az müşteriyle ilişki içinde ve tayinlamaya dayanan piyasalar gibi çalışmaya başlamışlardır. Dolayısıyla finansal sistemde daha rekabetçi piyasaların yol açtığı bu süreç, kredi faiz oranlarını azaltmış, uzun vadeli tahviller için ikincil piyasaları genişletmiş ve



önceden krediye ulaşma olanağı sınırlı olan kişiler için krediye ulaşma olanağını artırmıştır. Diğer yandan piyasalarda artan rekabet merkez bankaların keyfi fiyat belirleme gücünü azaltmıştır. Daha rekabetçi piyasaların varlığı ve merkez bankalarının tüm finansal araçları garanti etmesi durumunda merkez bankası miktar sınırlamalarının daha az etkin olacağını ileri sürmektedir. Merkez bankası finansal varlıkların büyük bir kısmının likiditesini garanti ederse, faiz oranı üzerindeki kontrolünü kaybedecektir. Bununla birlikte merkez bankasının bu şekildeki garantileri daha rekabetçi piyasaların gelişmesi için gereklidir(Işık, 2004: 154). Sonuç olarak finansal yenilikler ve merkez bankalarının davranışları ve yeni gelişmeler sonucu bankaların kredi tayinlemesine daha az başvurması hatta krediye ulaşamayan kesimin rekabetçi piyasaların yol açtığı süreç sonucunda ihtiyaç duydukları krediye kavuşmaları kredi parayı artıracak ve para arzı içselleşecektir.

### **2.1.7 Finansal Kırılganlıklar**

Post Keynesyen iktisatçılar, para arzının içselliğini kabul etmeleri ve geleneksel para politikasının etkinsiz olduğuna inanmaları nedeniyle, merkez bankasının etkin bir para politikası uygulaması için para arzını değil, bankaların rezerv oranlarını kontrol etmeleri gerektiğini savunmaktadırlar. Bu nedenle finansal kırılganlıkların kaynaklarının iyi incelenmesi gerekmektedir. Hyman Minsky “Finansal İstikrarsızlık Hipotezinde” Neo Klasik iktisat modelinin reel kapitalist ekonomi konusundaki zayıf görüşünü eleştirerek daha gelişmiş finansal sistemleri ele almıştır(Ishikura, 2004: 81-91).

Finansal kırılganlık ve para arzının içselleşme süreci arasında önemli bir ilişki söz konusudur. Özellikle ekonominin canlanma dönemlerinde, bankaların içinde buldukları iyimserlik havası dikkate alındığında bankaların kredi taleplerine karşılık vermeleri olağandır. Dolayısıyla içsel para arzı artacaktır. Ancak ekonomi gittikçe daha kırılgan bir finansal yapıya doğru dönüşecektir. Böylesi dönemlerde firmaların portföylerinde likiditeden çok, borçla finanse edilmiş finansal varlıkların ağırlık taşıdıkları görülmektedir. Ayrıca sınırlanan kâr olanaklarına karşın, bir yandan borçlanma devam ettiği için firmalara yönelen nakit akışının giderek artan bir

kısının borç ödemelerine gitmesi doğaldır. Dolayısıyla firmaların bir kısmı, kendilerine yönelen nakit akışlarının borç yükümlülüklerini yerine getirmek için ellerindeki finansal varlıkları satmak zorunda kalabilirler. Ancak likidite sıkıntısı çeken herkesin aynı yola başvurması, finansal varlıkların arzının artmasına ve dolayısıyla faiz oranlarının yükselmesine yol açmaktadır. Bu aşamada ekonomideki genişleme evresi tersine dönmüş bulunmaktadır ve firmaların finansal yapıları daha da güçsüzleşmektedir. Bu durum ekonomideki içsel para arzının artış eğilimini tersine döndürecektir.

Para arzının içsel ya da dışsal olması, Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinin geçerliliğini de etkilemektedir. Eğer para arzı eğrisi dışsal ise, diğer bir ifadeyle para miktarı tamamen merkez bankasının kontrolünde olan bir değişken ise, bu takdirde Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezinde öngörülen, yatırım yapma eğiliminin ekonomiyi genişletici etkisinin önüne, sıkı para politikalarıyla geçmek mümkün olacaktır. Bu durumun tam tersi, eğer para arzı tamamen içsel bir değişken ise, bu takdirde merkez bankası politikalarının ekonomik genişlemeyi durdurabilmesi mümkün değildir. Öte yandan Minsky'nin para arzı yaklaşımına göre, merkez bankasının kısıtlayıcı politikaları kısmen etkilidir. Ancak bu etkinlik, para arzının tamamen dışsal olduğu durumdaki kadar büyük değildir. Merkez bankasının kısıtlayıcı para politikası uygulamadığı bir durumda konjonktürel genişleme daha da büyük olacaktır. Yine de, merkez bankasının kısıtlayıcı para politikası uygulamaya karar vermesi konjonktürün yükselme eğilimini tersine çeviremeyecektir (Dymski, 1992: 42).

Minsky'ye göre, para arzı önemli ölçüde içseldir ve bu nedenle sıkı para politikaları uygulandığı durumlarda dahi girişimciler, finansal sistem sayesinde yatırım yapmak için gerekli fonları elde edebilmektedirler. Minsky, para arzının içselliğini ise finansal piyasalardaki yeniliklere bağlamıştır. Bu yenilikler, bankalar başta olmak üzere, finansal kuruluşların kâr arayışlarına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Örneğin, merkez bankasının uyguladığı sıkı bir para politikası, finansal kuruluşların borç verme olanaklarını sınırlandıracak, bu durum ise bu kuruluşların kârlarını azaltabilecektir. Kârlarının azalmasının önüne geçmek isteyen finansal

kuruluşlar ise finansal yenilikler yapmakta, yeni finansal araçlar bulmaktadırlar. Bu yeniliklerin sonucu olarak paranın dolaşım hızı ve ekonomide ödünç verilebilir fonlar artmakta, diğer bir ifade ile, finansal yenilikler para arzının içselliğini sağlamaktadır. Bu nedenle sıkı para politikaları yoluyla ekonomideki borçlanma eğiliminin ve artan kırılganlığın önüne geçilememektedir. Minsky'de banka sisteminin kurumsal yapı içindeki önemi, bankaların, yalnızca para arzının içselliğinin kaynağı olmasından değil, ekonomik faaliyet düzeyi ve finansal kırılganlık üzerinde de etkili olmasından kaynaklanmaktadır. Örneğin, bankalar kârlılıklarını arttırmak için yükümlülük yapılarını değiştirmekte, finansal yenilikler gerçekleştirmekte, kaldıraç oranını<sup>30</sup> arttırmaktadır. Bunlar ise ekonomideki borçlanmayı ve finansal kırılganlığı daha da büyütmektedir. Bu süreci Merkez bankasının politikaları engelleyememekte, ancak finansal kırılganlığın artması ile ortaya çıkabilecek olan bir ekonomik kriz durumunda, merkez bankasının nihai borç verme fonksiyonu, devletin bütçe açıkları ile birleşmekte ve ekonomik istikrarsızlıkların 1929 bunalımı benzeri bir ekonomik çöküşle sonlanmasının önüne geçememektedir(McClam, 1982: 286).

1970'li yıllarda iktisat literatüründeki hakim görüş konjüktürel dalgalanmaların ekonominin kendi işleyişinden doğduğu şeklindeydi. Hyman Minsky konjüktürel dalgalanmaların ve ekonomik istikrarsızlıkların finansal sistemin işleyişi dikkate alınmadan anlaşılamayacağını savunmuştur. Dolayısıyla Minsky finansal kırılganlığın kapitalist ekonomilerin bir parçası olduğunu iddia etmiştir. Minsky'e göre günümüzün standart ekonomi kuramı ekonomik istikrarsızlığın varlığını kabul etmediği için, istikrarsızlığa karşı alınacak önlemleri gereksiz bulmaktadır. Bu nedenle merkez bankası gibi istikrarsızlık sorununa karşı etkin olabilecek kuruluşlar ekonomi kuramını uygulamakta ve sadece para arzının sınırlandırılmasıyla yetinmektedir.

Post Keynesyen iktisatçılardan yapısalcı Post Keynesyenler, merkez bankalarına daha etkin bir rol vermektedir. Post Keynesyen iktisatçılar genellikle

---

<sup>30</sup> Kaldıraç oranı, borcun öz sermayeye ya da toplam sermayeye oranıdır. İşletmenin varlıklarının hangi kaynaklarla ne oranlarda karşılandığının görülmesini sağlar. Bu oranlar ile işletmenin uzun vadeli borçlarını ödeme gücü gibi mali yapısının durumu hakkında bilgi edinilebilir.

merkez bankasının görevinin devlet harcamalarını finanse etmek ve finansal piyasaların istikrarını sağlamak olduğu vurgulamaktadır(Wray, 1992: 307). Finansal piyasaların istikrarı ise merkez bankalarının nihai ödünç verme fonksiyonu sayesinde sağlanmaktadır. Buna göre merkez bankası normal zamanlarda hangi ekonomik değışkeni hedef alırsa alsın, bir finansal kriz anında bu hedefleri derhal bırakarak, finansal sistemin devamlılığını sağlamak için nihai ödünç verme fonksiyonunu üstlenmektedir.

Uluslararası ekonomik ilişkiler açısından bakıldığında, Merkez Bankasının nihai borç verme fonksiyonunun tekrar düşünülmesi gerekmektedir. Ona göre genellikle krizler bir ülkenin başına gelen döviz krizi şeklinde ortaya çıkmakta ve bu krizin etkileri başka ülkelere de sıçramaktadır. Dolayısıyla Merkez Bankalarının ve uluslararası ekonomik kuruluşların da dahil olduğu bir yapılanma sorunlu ülkeler için nihai ödünç verme fonksiyonunu üstlenmelidir(McClam, 1982: 286).

Minsky'e göre para piyasaları sistemin kalbidir. Çünkü para piyasalarında yaşanan sorunlar tüm ekonominin genelinde kendisini hissettirmektedir. Örneğin artan faiz oranları bir çok yatırım projesini riskli kılacağı için yeni yatırımlar azalacaktır. Bir ekonomide yatırımların nasıl finanse edildiği önemlidir. Eğer yatırımlar ağırlıklı olarak borçlarla finanse ediliyorsa, bu durum önce bir ekonomik canlanma yaratmakta ancak ekonomik genişleme ile birlikte finansal kırılganlık artmakta aşırı borçlanmanın sonucu olarak ekonomik sistem bir durgunluğa hatta çöküntüye gidebilmektedir.

Firmaların finansman yöntemleriyle, ekonominin genelindeki finansal kırılganlığın derecesini değerlendirmek mümkün olabilmektedir. Diğer bir ifadeyle ekonomideki firmaların çoğunun belli bir tür finansman yöntemi tercih etmeleri, ekonomideki finansal kırılganlığının derecesini belirleyecektir. Eğer firmaların çoğunluğu güvenli bir finansman tercih ediyorsa ekonominin finansal kırılganlığın derecesi düşük olacaktır. Buna karşılık bir ekonominin genelinde ne kadar fazla

firma ponzi finansmanı<sup>31</sup> tercih ediyorsa, o ekonominin sahip olduğu finansal kırılmanın derecesi de o kadar yüksek olacaktır. Burada kırılmanın yüksek olması, ekonominin dışsal şokları emme kapasitesinin düşük olması anlamındadır.

Varlıklarını sürdürmek için borçlanmak zorunda olan firmaların dış kaynaklara olan talepleri inelastik olurken, ayakta kalmaları da finansal piyasalardaki koşullara bağlı olacaktır. Bu yüzden faizlerin yükselmesi, bu tür firmaların varlıklarını ciddi bir şekilde tehdit edecektir. Öte yandan zaten bu firmaların dış kaynaklara olan taleplerinin inelastik olması faiz oranları üzerinde yukarıya doğru bir baskı da yapacaktır. Bu firmaların fon elde etmelerinin bir diğer yolu, ellerindeki likit rezervleri kullanmaları ya da ellerindeki finansal varlıkları satmalarıdır. Ancak daha sonra görülebileceği gibi çok sayıda firmanın aynı anda bu yola başvurması, piyasadaki varlıkların fiyatlarını düşürebileceği için faiz oranlarını artıracaktır (Ergül, 2005: 69-70). Sonuç olarak firmaların tercih ettikleri finansman şekli, finansal sistemdeki kırılma nedenini oluşturabilir. Finansal kırılmalar ise para arzı içselleşme sürecini etkilemektedir. Faizlerin yükselmesiyle beraber ekonominin daralma dönemine girmesi içsel olarak yaratılan paranın azalmasına yol açacaktır.

### **2.1.8 Para İkamesi Ve Para Arzı Kontrolüne Dayalı İstikrar Programları**

Para ikamesi (currency substitution) kavramı, paranın geleneksel fonksiyonları arasındaki ayırmadan hareketle, paranın sağladığı hizmetler göz önüne alınarak diğer paralarla yer değiştirmesi ve para birimlerinin birbirleri ile potansiyel tercih edilebilirliklerine karşılık kullanılmaktadır. Para ikamesini bazı yazarlar, yabancı paranın, ulusal paranın geleneksel üç fonksiyonunu da ikame etmesi durumu olarak tanımlarken, bazıları da yalnızca paranın değer saklama veya değişim aracı

---

<sup>31</sup> Minsky(1986),Dymskive&Pollin (1992) ve daha analitik olarak ele alan Schroeder(2002)'e göre ekonomik karar birimleri finansal pozisyonları farklı şekilde hareket ettirmeye zorlanmaktadır. Minsky bu finansal pozisyonları Hedge, spekülasyon ve ponzi finansman olarak üçe ayırmıştır. Ponzi finansmanda ise nakit akımları, nakit ödemelerinin çok altındadır ve nakit akımlarıyla elde ettikleri gelir faizi ödemelerini bile karşılayamamaktadır. Bu nedenle faiz ödemelerini yapmak için daha fazla borçlanmak zorundadırlar. Bu nedenle faiz ödemelerini yapmak için daha fazla borçlanmak zorundadır. Eğer ekonomide ponzi finansman ağırlıktaysa bu finansal bir krize neden olacaktır(Taylor, 2004, s.262).

olma fonksiyonunun ikamesi olarak sınırlandırmaktadır. Bununla birlikte para ikamesi genellikle, ulusal paranın dövizle ikamesi şeklinde tanımlanmaktadır (Acar Balaylar ve Abuk Duygulu, 2004: 35).

Para ikamesinin en çok sözü edilen sonuçlarından biri, iktisat politikası yapıcılarını etkin bir para politikası uygulama imkânından mahrum bırakmasıdır. Toplam para arzı ,ülke içinde tutulan dövizleri de kapsadığından ve para arzının bu kısmı otoritelerin kontrolü dışında bulunduğundan, para arzı içsel hale gelir. Para arzının içsel olması, ülkelerde enflasyonu düşürmek için sıkı para politikası uygulanamayacağı anlamına gelir(Çağlar, 2003: 120).

Para politikası açısından para talebinin istikrarlı olması, başka bir deyişle gayri safi milli hasıla, enflasyon, faiz gibi bir takım temel ekonomik değişkenler aracılığıyla sistematik bir şekilde açıklanması oldukça önemlidir. Para talebi ile para arzı arasında dengesizlik olması durumunda ekonomide bir takım dengeler bozulacaktır. Bu nedenle para talebinin, dolayısıyla paranın dolanım hızının ne yönde geliştiği ve önceden tahmin edilebilen nedenlerle değişmesi para politikasını yürütenler için oldukça önemlidir.Bu açıdan para ikamesi oldukça hassas olan bu ilişkiyi daha da zora sokabilmektedir. Çünkü, para ikamesinin olduğu bir ekonomide para talebinin esnekliği para talebini belirleyen değişkenlere karşı artmakta ve para talebi sürekli değişerek istikrarsız bir yapıya bürünmektedir. Para arzının önemli bir bölümünün dışsal olarak yabancı varlıklar tarafından belirlenmesi, para arzının para talebi ile olan ilişkisini daha karmaşık ve daha az istikrarlı hale getireceğinden para ikamesi koşullarında para politikasının etkisi ve tahmin edilebilirliği zayıflayacaktır(Acar Balaylar ve Abuk Duygulu, 2004: 46).

Para arzının kontrolüne dayanan bir istikrar programı, enflasyonu baskı altına almada işe yarasa bile, ekonomide reel şoklara ve dalgalanmalara yol açar. Sermaye akımlarının ve mevcut paralar arasında ikamenin söz konusu olduğu durumlarda, para arzının etkili, ve uygun bir nominal çapa oluşturması beklenmemelidir. Çünkü her şeyden önce, ülke içinde önemli miktarda yabancı para dolanımında bulunuyorsa, para otoriteleri para arzını tamamen kontrol etme hakkından mahrumdur. Kontrol

edebildikleri ancak ulusal para miktarıdır. Yabancı paralar başka ülkelerde basıldıklarından, bunların arzı başkalarının elindedir. Döviz tevdiat hesapları üzerinde, karşılık oranları vb. politikalarla belirli bir kontrol sağlanabilse de; halkın elinde nakit olarak tuttuğu dövizler tamamen para otoritesinin kontrolü dışındadır. Bunlar yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde bir hayli büyük miktarlara ulaşabilmektedir. Çünkü bu ülkelerde, para ikamesi yalnızca değer biriktirme ve tasarruf fonksiyonlarını değil, aynı zamanda da mübadele aracı olma fonksiyonunu da ikame etmektedir ve dış dünyayla ilişkisi olmayanlar da dahil olmak üzere halkın her kesimi tarafından yaygın olarak talep edilmektedir. Para arzının kontrolüne dayalı istikrar programlarında; para arzının büyüme oranındaki bir azalma ile, enflasyon beklentilerinin kırılması ümit edilmektedir. Enflasyon beklentisinin kırılması sonucunda da, para ikamesinin tersine dönmesi ya da duraklaması, yani ulusal paraya olan talebin artmasıdır. Bu durumda ülke parası, yabancı paralar karşısında değer kazanacak ve ayrıca ülkenin senyoraj kaybı azalacaktır. Ancak halkın ulusal para cinsinden reel para balanslarını artırma arzusu, bir resesyona yol açabilir. Nominal para arzı artmazken, ücret ve fiyatlar aşağı doğru esnek değilse reel para talebinin arttığı durumlarda, para piyasasında denge, ancak üretimin azalması ile mümkün olur. Bundan kaçınmanın yolu, para programını bozup para arzını artırmaktır. Para arzına dayalı bir programın istenilmeyen etkilere yol açmaksızın sürdürülmesi ancak, para talebinin belirlenip, para arzında buna uygun bir artışın gerçekleşmesiyle mümkündür(Çağlar, 2003: 156).

Sonuç olarak para ikamesi nedeniyle para talebinin sürekli değişerek istikrarsız hale gelmesi, para arzında buna uygun bir artışı sağlamayı güçleştirmektedir. Dolayısıyla para ikamesinin yaşandığı ekonomilerde para arzının kontrolüne dayanan istikrar programları başarılı bir şekilde yürütülemeyecektir. Para ikamesiyle beraber para otoriteleri para arzını tamamen kontrol etme hakkından mahrum kalacaklardır. Para arzının merkez bankası tarafından tam olarak kontrol edilememesi para arzını içselleştirecektir.

## 2.2 1980 sonrası Dönemde Türkiye’de Finansal Sistem

Bu bölümde, 1980 sonrası Türkiye ekonomisindeki gelişmeler 1980-1990 dönemi, 1990-2000 dönemi ve 2000 sonrası dönem olmak üzere üç alt dönem halinde incelenecektir. Her bir alt dönemde Türkiye ekonomisi için önem arz eden para piyasalarındaki ve finansal piyasalardaki gelişmeler, krizler, uygulanan istikrar programları ve diğer gelişmeler ele alınacaktır. Öncesinde ise kısaca 1980 öncesi dönem değerlendirilecektir.

Türkiye’de 1980 öncesi dönemde finansal piyasalar katı bir denetleme sistemi altında bulunuyordu. Bu dönemde, mevduat faizlerine tavan koyulmuş yani faizlerin üst sınırları devlet denetimi altına alınmış ve diğer taraftan finansal gelirler ve işlemler büyük oranda vergiye tabi tutulmuştu. Yine bu dönemde, rezerv ve likidite oranları ve aracılık maliyetleri yüksek düzeylerde seyretmiştir. Bu dönemin bir diğer özelliği ise işletmelerin ihtiyaç duydukları finansmanı borç senedi veya hisse senedi gibi finansal araçlar kullanarak değil, doğrudan banka kredileri aracılığıyla sağlamış olmalarıdır. Ayrıca yabancı finansal kurumların yurt içi piyasalara girişi engellenmiş, dış finansal operasyonlara ve yabancı aktif tutmaya da sınırlamalar getirilmiştir. Sermaye piyasaları bu nedenlerle gelişmemiş ve hükümet kontrolü altında tutulmuştur. Tüm bu faktörlerin yanında dış ticaret ve döviz girişi çıkışı da kontrol altında tutulmuş ve para ve kredi sistemleri baskı altına alınarak doğrudan ekonomiye müdahale edilmiştir(Şükrü, 1998: 3).

Türkiye’de 1980 öncesinde finansal piyasaların durumu şu şekilde özetlenebilir; mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındaydı, yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları negatifti. Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine kambiyo kısıtlamaları gibi önemli kısıtlamalar getirilmişti. Tercihli kredi yolu ile birçok sektöre sübvansiyon sağlanmaktaydı. Merkez Bankası para politikasının oluşturulmasında tercihli krediler önemli yer tutmaktaydı. Kalkınmada öncelikli sektörler ucuz krediler sağlanmaktaydı. Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buradan elde edilen gelirler görece olarak daha fazla vergilenmekteydi. Aracılık hizmetlerinin maliyeti



yüksekti. Kurumsallaşmış bir mali sistem yoktu, yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına önemli kısıtlamalar getirilmişti. Şirketlerin tek finansman kaynağı banka kredileriydi. Menkul kıymet piyasası olmaması nedeniyle şirketlerin hisselerini satarak finansman sağlama imkanları yoktu. Pay sahipliği ile çok ortaklı şirketlerin oluşması denenmiş ancak büyük başarısızlıklarla karşılaşmıştı. Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları görece olarak yüksekti. TL piyasası yok denecek kadar azdı. Şirket ve banka sahipliği içi içe geçmişti(Şükrü, 1998: 3). Dolayısıyla 1980 öncesi dönemi finansal yeniliklerin olmadığı, kontrollü bir dönem olarak adlandırmak mümkündür.

### **2.2.1 1980 -1990 Dönemi**

Türkiye kalkınma ve büyüme sürecinde karşılaştığı önemli sorunlardan biri olan döviz sıkıntısını, 1980 sonrasında izlediği dışa açık ekonomik model ve kambiyo düzenlemelerindeki serbestleşme ile çözmeye çalışırken, finansal piyasalarda gerçekleştirilen reformlar ise, yeni mali kurumların yaratılması, yeni düzenli mali piyasaların kurulması ve yeni yatırım ve borçlanma araçlarını kapsayan mali araçların ihraç edilmesini amaçlamaktadır. Ayrıca bu finansal reformlar ile birlikte yurtiçi tasarrufların artırılması, bu tasarrufların etkin kullanımı ve yurt dışı tasarruflara da aracılık edilmesi hedeflenmiştir.

24 Ocak 1980 Kararları ile, Türkiye ekonomisinde önemli ve köklü değişiklikler başlatılmıştır. Bu kararlar ile karma ekonomik sistem yerini, daha liberal bir anlayışa bırakmış ve modern ekonomi politikası araçlarının, özellikle de para politikalarının ağırlık kazandığı bir dönem başlamıştır. Bu dönemle beraber, moneterist anlayışın hakim olduğu ve Merkez Bankasının para politikasının önemli uygulayıcısı olarak kabul edildiği görüş ağırlık kazanmıştır. 24 Ocak Kararları, diğer taraftan, finansal yapıyı liberalleştirmiştir.

24 Ocak Kararlarıyla birlikte döviz piyasasında, kambiyo denetiminden vazgeçilerek, serbest değişken kur sistemi uygulamasına geçilmiş, Türk Lirası konvertibl olmuş ve bu değişiklik ile, TL'nin döviz piyasalarında istenildiği miktarda

alım ve satımına izin verilmiştir. Yani döviz piyasasında liberizasyon sağlanması sonucunda, ülkede yerleşik olan veya olmayan gerçek veya tüzel kişilerin, döviz cinsinden borç alacak ilişkileri ve tuttıkları varlıkları konusundaki mevcut fiyat ve miktar kısıtlamaları kaldırılmıştır.

Türk finans sisteminde liberalleşme hareketlerinin 24 Ocak 1980 Kararları ile başladığı ve günümüze kadar gelişimini tamamlama sürecinde bulunduğunu ifade etmek mümkündür. Bu süreçte gerek kurumsal gerekse yapısal altyapıya yönelik çalışmaların yapıldığı ve bu konuda büyük değişmeler sağlandığı gözlenmektedir. Ancak gelişmiş ülkelerin finans piyasaları karşılaştırıldığında yeterli bir gelişmenin sağlanamadığı açıktır. Bu çerçevede Bankalar Kanununun getirdiği yenilikler olumlu bir gelişme olarak kabul edilmekle birlikte, finans piyasalarının yeniden yapılanması (reregülasyon), derinleşmesi ve serbestleşmesi (deregülasyon) tamamlanabilmesi için yeni düzenlemelere ihtiyaç duyulmaktadır.

Bu kararların hemen ardından yürürlüğe giren 70 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile birlikte başlayan finansal serbestleşme sürecinin, uluslararası boyutu 30 ve 32 sayılı kararname ile tamamlanmıştır. Finansal serbestleşme süreci istikrarlı bir süreç olarak ortaya çıkmamış, tam aksine oldukça sancılı bir süreç olmuştur. Finansal sisteme yönelik düzenlemelerin yeterince sağlıklı uygulanmaması, finansal sistemin dolayısıyla da bankacılık sisteminin derinlik kazanmasını engellemiştir. Bunun sonucunda da bankacılık sektörü, finansal krizlere karşı duyarlılığı yüksek olan yani kırılğan bir piyasa özelliği göstermiştir.

Sermaye piyasalarının daha şeffaf, istikrarlı bir yapıya kavuşturulması için 1981 yılında Sermaye Piyasaları Kanunu çıkarılmış, 1983'te Sermaye Piyasası Kurumu(SPK) işlerlik kazanmıştır. Finansal reformların temel felsefesi, sistem üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması ve bankacılık sektörüne girişin kolaylaştırılmasıyla rekabetin özendirilmesine dayanmıştır. 1985 yılından itibaren iç borçlanmada yeni bir dönem başlamıştır. 1986'da Merkez Bankası Bankalararası Para Piyasası'nı kurmuştur. Yine para piyasalarına ilişkin olarak 2 Nisan 1986'da "İnterbank Para Piyasası", şubat 1987'de açık piyasa işlemleri, Ağustos 1988'de

“Yabancı Para ve Banknot Piyasaları” faaliyete geçmiştir. Sermaye hesabının liberizasyonu, 1980 yılında başlayan ekonomik ve finansal reform sürecinin son aşamasıdır. 1980 sonrası liberizasyon süreci tam olarak 1989 yılında tamamlanmıştır. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin sağlanmasına ilişkin çıkarılan kanun çerçevesinde her türlü menkul değer ve borç senedinin alınıp satılması serbestleşmiş ve böylelikle portföy yatırımlarında konvertibiliteye geçilmiştir(Kovancılar, 2004: 287).

### **2.2.2 1990-2000 Dönemi**

Bu dönem, finans piyasalarındaki gelişmeler ve para politikası uygulamaları bağlamında iki ayrı başlık altında ele alınmaktadır.

#### **2.2.2.1 1990 -2000 Arası Dönemde Finansal Gelişmeler**

Finansal sistemde, bu yıllara iz bırakan en çarpıcı yenilik, Ağustos 1989’da kabul edilen 32 sayılı karar sonucunda kambiyo kontrollerinin kaldırılması olmuştur. 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle beraber, sonraki dönemlerde bankaların ve devletin borçlanma politikaları da değişmiştir. Kur sistemi olarak yönetimli dalgalanmanın tercih edilmesi sermaye girişini hızlandıran bir faktör olmuştur. Konvertibiliteye geçişle birlikte, döviz kurundaki artış, enflasyonun altında tutulmaya çalışılmış, bu şekilde ithalatın ucuzlamasıyla hem hammadde maliyetlerinin hem de yurtiçi maliyetin düşeceği, dolayısıyla yurt içi üretimin daha rekabetçi politikalar izleyeceği düşünülmüştür. Ancak kamu borçlarının yarattığı yüksek faiz istenen amaçlara ulaşılmasını engellemiştir.

IMF destekli finansal serbestleşme politikaları Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin yaşanmasında etkili olduğu söylenebilir. Türkiye’de döviz kuru çıpası, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, özelleştirme programları , mevduata verilen garantiler, sıkı para ve maliye politikaları kullanılmıştır. Bu tür politikalar uygulamaya konulduğunda yabancı sermaye girişi hızlanmakta, faiz oranları ve enflasyon düşme sürecine girmekte, artan ithalat ve tüketimin de etkisiyle

ekonomik büyüme oranları yükselmektedir. Ancak enflasyon oranları istenen seviyeye düşürülmediğinde ve ulusal paralar aşırı değerlendirildiğinde ithalat ve kısa vadeli borçlar hızlı biçimde artmakta, ihracat azalmakta ve cari işlemler dengesi bozulmaktadır. Bu süreç, devalüasyon beklentisi artan yabancı yatırımcıların, finansal yatırımlarını yurtdışına çıkarmaya başlamalarıyla ve açık pozisyonları yüksek yerli bankaların iflas edeceği endişesiyle hareket eden yerleşiklerin mevduatlarını geri çekme eğilimlerine girmeleriyle krize dönüşmektedir. IMF destekli reform programları, Türkiye’de makroekonomik istikrarın olmaması ve bankacılık sisteminin zayıf olması ve etkin denetlenmediği için bu dönemde krizlere neden olmuştur(Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 2)

1980’lerin sonlarından itibaren hükümet, kamu açıklarının finansman yöntemi olarak iç borçlanmayı daha fazla tercih etmiştir. Ancak 1993’ün sonlarında hükümetin kısa vadeli yurtiçi borçlanma ihalesini iptal etmesi, piyasaya bir anlamda finansman yöntemi olarak merkez bankası kaynaklarına başvuracağına işaretini vermiştir. Hükümetin faiz oranlarını düşürerek iç borcun yükünü azaltmayı amaçlaması beklenen sonuçları doğurmazken, borçlanma imkanının daralması diğer bir finansman yöntemi olan merkez bankası kaynaklarının tercih edilmesine yol açmıştır. Hükümet yüksek faizin borçlanmaya getireceği yükten kurtulmayı amaçlarken, ülkeyi krize sürükleyecek politikalar izlemiştir. Yüksek faiz politikasının getireceği maliyetler ile merkez bankası kaynaklarına başvurulması sonucu oluşan maliyetler iyi analiz edilmeden, kısa dönemde ekonomiyi kurtarma çabaları ülkeyi krize sürüklemiştir. Şüphesiz her iki finansman yönteminin olumsuz etkileri bulunmaktadır. Önemli olan daha az maliyetli sonuçlar doğuracak politikaların uygulanmasıdır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide, faiz düşüşünün dövize olan talebi artırabileceği ve sermaye kaçışına yol açabileceği göz ardı edilmiştir.

Hükümetin kamu kağıtlarıyla ilgili izlediği politika, kamu kâğıtlarına olan talebin düşmesine neden olmuş ve hazinenin iç piyasadan borçlanmasını zorlaştırmıştır. Hazine kâğıtlarına olan talebin düşmesi sonucunda ortaya çıkan likidite fazlası döviz talebini artırmış, 1994 yılının ilk üç ayında TL dolar karşısında

yüzde yetmişe yakın değer kaybetmiş ve bu dönem içinde Merkez Bankasının döviz rezervleri de büyük miktarda azalmıştır.

Merkez Bankası piyasaya sürmüş olduğu parayı döviz satarak piyasadan çekebilmektedir. Ancak rezervlerdeki düşüş olumsuz beklentilere yol açabilmektedir. Bu yüzden rezervleri eriterek likiditeyi çekmeye çalışma politikası kısa dönemde kullanılabilir. Merkez Bankası likiditeye müdahale ederken kamuya açtığı kredileri diğer bir alternatif olarak kullanabilmektedir. Hazine, Merkez Bankasına olan borçlarına karşılık kamu borç senetleri vererek Merkez Bankasının açık piyasa işlemleri yoluyla piyasadaki fazla likiditeyi çekmesine imkân sağlamıştır. Ancak 1993 yılının ikinci yarısında, tahkim ve ek bütçeden avans kullanma imkanları piyasada likiditeyi artırırken, Merkez Bankasına kâğıt verilmemesi, açık piyasa işlemleriyle piyasada oluşan likiditeyi çekme imkânını da ortadan kaldırmıştır. Bunun nedeni faizleri düşürme çabasıdır(Kansu, 2004: 158).

Merkez Bankasının bu dönemde etkin bir politika uygulamasını engelleyen en önemli faktörlerden biri para politikasının maliye politikasının güdümü altında kalmasıdır. Kamu açığının maliye politikası ile kontrol altına alınması gerekirken finansman yöntemi olarak Merkez Bankasına başvurulması, enflasyonun artmasına da neden olmuştur. Hazinesin borçlanma politikası ile Merkez Bankasının para politikasıyla gerçekleştirmek istediği amaçlar arasında çatışma önemli sorunlar yaratmıştır. Kamu açıklarının düzeyi ve finansman yöntemi hem faiz hem de döviz kurunu etkilemektedir. Krize geline süreçte, maliye politikasının etkin kullanılmamasının yarattığı sorunlar para politikasının etkinliğini azaltmıştır. Tek bir politikayla sorunların giderilemeyeceği gerçeği politikalar arasındaki koordinasyon gerekliliğini zorunlu kılmaktadır(Kansu, 2004: 166).

Krizin atlatılması amacıyla 15 yıl aradan sonra, IMF ile standart bir istikrar programı anlaşması yapılmıştır. İstikrar programı çerçevesinde 1994 yılı boyunca, kamu kesimini daraltıcı ve döviz kazandırıcı tedbirler uygulanmıştır. Bu tedbirler sonucu, üretim ve istihdamda gözle görülür bir daralma yaşanmıştır. IMF ile yapılan 1994 yılı anlaşmaları sonunda 1995 yılı için Merkez Bankası nominal döviz kurunu

hedefleyerek enflasyonu aşağı çekme seçeneğini yeğlemiş, para politikası pasifleştirilmiştir. 1980'li yıllara kadar sermaye hareketlerinin serbest olmaması, hükümete hem faiz hem de kur politikalarını bağımsız uygulama imkanı vermiştir. Ancak 1989 yılından sonra serbestleştirilen sermaye hareketleri, faiz ve kur politikalarının bağımsız bir şekilde kullanılmasını engellemiştir (Kovancılar, 2004: 351).

1998 yılındaki Asya ve Rusya'da yaşanan krizlerin Türkiye'ye yansımaları olmuştur. Asya'da meydana gelen kriz, Türkiye'de daraltıcı politikalar uygulanmaya başladığı bir döneme rastlamıştır. Bu ortamda krizin Türkiye'ye yansiyabileceği endişesini taşıyan uluslararası sıcak para, çok kararlı da olmayan bir şekilde piyasalardan çıkmaya başlamıştır. Asya'da meydana gelen krizin ilk etkileri Ekim 1997'de Türkiye'ye yansımaya başlamıştır. Ekim ayında Türkiye hisse senedi piyasasından yabancılar 313,1 milyon dolar çekmişlerdir. Yabancıların borsadan çekilişi yıl sonuna kadar azalarak sürmüştür, Ocak 1998 ortalarında kriz bölgelerinde yaşanan yeni bir kriz dalgasının etkisiyle İMKB'den yabancıların tekrar net 94,5 milyon dolar çıkardıkları görülmüştür. Yabancı yatırımcıların Ekim 1997-Ocak 1998 dönemini kapsayan dört aylık süre içinde borsadan toplam net 565,3 milyon dolar çektikleri anlaşılmıştır. Bununla birlikte Türkiye borsalarındaki yabancı plasmanların aylık 400-500 milyon dolarlık bir işlem hacmini kapsadığı, bu miktarın ise uluslararası para piyasaları için henüz geniş çaplı spekülasyonlarda dikkate alınacak bir boyut olmaması nedeniyle Asya krizinin finansal piyasalara yansımalarında önemli etkiler görülmemiştir(Akdiş, 2000: 118-119).

Rusya'da yaşanan kriz gelişmekte olan piyasalardan yabancıların çıkışını başlatmış ve bu gelişmeler sermaye hareketlerini olumsuz etkilemiştir. Rusya krizi özellikle Türkiye ekonomisi üzerinde hem reel hem de finansal anlamda önemli etkileri olmuştur. Bu krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki öncelikli etkisi reel piyasalarda görülmüş ve ihracattaki gerilemeyi birlikte getirmiştir. Finansal piyasalardaki etkilerine bakıldığında 1998'in yarısında kurların istikrarlı hareket etmesi ve yurt içi faizlerin yüksek olması sebebiyle Türkiye'de 7,8 milyar dolarlık bir sermaye girişi olduğu görülmektedir(Akdiş, 2000: 119).

### 2.2.2.2 1990' lı Yıllarda Para Politikası

TCMB 'nın para politikası uygulamalarında 1990 öncesinde ilk sırayı TCMB'nin kamu kesimine açtığı kredilerdeki artışlar alırken, 1990 ve 1996 yıllarında ilk sırayı döviz rezervlerindeki artış almaktadır. Bunun anlamı 1990'lı yılların başında Hazinesin borçlanma stratejisinde kaynak bulma yönünden Merkez Bankası yerine piyasalara yönelme şeklinde bir değişikliğin olmasıdır. Bununla birlikte emisyonun genişlemesini sınırlayan etkiler de ortaya çıkmıştır. Bunların başında TCMB 'deki mevduat artışı dikkati çekmektedir(Eroğlu, 2009: 28). Bankaların Merkez Bankasındaki mevduatları, serbest ve zorunlu karşılıklardan oluşmaktadır. 1980'li yıllarda genel disponibilibite oranı yüzde 30 ve mevduat munzam karşılıklarının oranı yüzde 20 iken 1996 yılında sırasıyla bu oranların yüzde 6 ve yüzde 8'e çekildiği düşünülürse, Merkez Bankası'nın para politikası aracı olarak karşılık oranlarına verdiği önemi azalttığı ve mevduat artışlarının bankaların serbest mevduatlarındaki artıştan kaynaklandığı söylenebilir. Bunun anlamı TCMB'nin para politikası aracı olarak daha çok açık piyasa işlemleri ile bankalar arası işlemlere ağırlık vermeye başlamasıdır. Diğer bir ifadeyle Merkez Bankası daha çok bankacılık kesiminin portföyünü etkilemeye yönelik bir denetim mekanizmasına yönelmiştir(Kandiller, 1997: 3-4).

Böylece Merkez Bankası parasal büyüklüklerin kontrolü için bilançosunu ayarlayarak bankacılık kesimini ve giderek kamu açığının finansman biçimini etkilemektedir. Söz konusu yol, kamu açıklarının otomatik monetizasyonunu ortadan kaldırarak Merkez Bankasının kararına bırakmaktır. Banka monetizasyonu seçmez ise para arzı, kamu borçlanmasındaki artıştan etkilenmez ve faiz oranı artar. Aslında bu sapma Merkez Bankasının para arzını kontrol etmede ne kadar etkili olup olmadığı, uygulanan para politikasının kamunun borçlanma ihtiyacını kolaylaştırıp kolaylaştırmadığı, ya da bağımsız para politikası uygulayıp uygulamadığı sorularını beraberinde getirmektedir. 1990 yılı dışında Merkez Bankasının tam bağımsız sıkı para politikası uygulama şansını bulamadığı, özellikle 1995 yılından itibaren Hazine'nin borçlanma politikası ile tam bir uyum sağladığı söylenebilir. Bu yıllarda ortaya çıkan diğer bir gelişme de bankaların mevduat dışında yeni para piyasası

araçlarına yönelmesi ve böylece para politikası etki alanının dışına çıkmaya başlamalarıdır. Diğer bir gelişme Türkiye’de TL mevduatlarının, döviz mevduatlarının gerisinde kalmasıdır. Ekonomik birimlerden gelen dışlama etkisi ile TL piyasadan kovularak yerine Dolar, Mark gelmiştir(Kandiller, 1997: 3-4).

### **2.2.3 2000 Sonrası Dönem**

Çalışmanın bu kısmında 2000 İstikrar Programı ve arkasından gelen 2000 Kasım Likidite Krizi, 2001 Krizinin olumsuz etkisini hafifletebilmek için IMF ve Dünya Bankası desteğiyle uygulanan ”Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, 2006 yılında uygulamaya geçilen açık enflasyon hedeflemesi ve 2000 sonrası dönemde finansal piyasalardaki gelişmeler ele alınarak 2000 sonrası dönem incelenecektir.

#### **2.2.3.1 2000 İstikrar Programı**

Aralık 1999 tarihinde IMF’ye verilen niyet mektubunda “Türkiye’de yaşanan enflasyonun sürgit özelliği dikkate alındığında, 2000-2002 yılları için yaşanan enflasyonla mücadele hedeflerimizin belirlenmesinde enflasyonu aniden tek haneli rakamlara indirmenin güçlüğü ile geçmişteki uygulamalardan açıkça farklı olunacağını sinyalinin verilmesi ihtiyacının dengelenmesine büyük önem verilmiştir.” denmektedir. Bu nedenle programda, 2000 yılı enflasyonunu Aralık 2000 sonu itibariyle yüzde 25’e, TEFE ve TÜFE enflasyonunu 2001 yılı sonunda tek haneye düşürmenin amaçlandığı belirtilmektedir. Programın belirtilen enflasyon hedeflerine ulaşabilmesi üç ayağa bağlıdır: sıkı mali disiplin, yapısal reformlar ve önceden belirtilmiş döviz kuru hedefleri. Program süresince döviz kurunun yüzde 20 değer kaybedecektir.

Para politikaları ile ilgili en önemli nokta Merkez Bankası net iç varlık stoku ile ilgilidir. Programa göre Merkez Bankası net iç varlık stoku, 1999 Aralık ayı düzeyinde sabit tutulacak ve üç aylık dönem sonunda para tabanının yüzde 5 alt ve üst sınırları içinde kalacaktır. Bu çerçevede, kısa dönemli dalgalanmalar dışında tüm para tabanı, ödemeler dengesi yolu ile yaratılacak ve iç faiz hadleri tamamen piyasa



tarafından belirlenecektir. Sermaye akımları, faiz oranlarında hızlı düşüğe imkân vermek ve sermaye girişlerini devam ettirecek büyük faiz oranı farklılıklarını engellemek üzere sterilize edilmeyecektir. Programdaki gelirler politikası sadece maaş ve ücretlerin enflasyon oranında tutulması ile ilgilidir. Bunun yanı sıra programda ekonomik ve sosyal yapının neredeyse her alanını etkileyecek birçok yapısal reform yer almaktadır(Yentürk, 2005: 62).

2000 yılı istikrar programı ekonomide var olan dengesizlikleri önemli yapısal reformlar yaparak ortadan kaldırmayı hedefleyen bir programdır. Bu yapısal reformlar tarım kesimi reformundan, kamu ve özel bankacılık kesimi reformuna kadar uzanmaktadır. Türkiye ekonomisinin on yıllar boyunca pekiştirerek derinleştirdiği neredeyse tüm dengesizlikleri ,kısa sürede ortadan kaldırmayı hedeflemiştir. Bir çok gelişmekte olan ülkede görüldüğü gibi döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanılmasının yerli paranın değerlenmesi sürecini doğuracağı, bundan dolayı da dış ticaret açığının artacağı beklenir ki, Türkiye’de de bu yaşanmıştır. Diğer yandan kur çıpası uygulamasından hemen önce görelî fiyatların mutlaka dengede olması beklenemeyeceğine göre böylesi bir durumda düzeltici devalüasyon yapılması çok önemlidir. Türkiye’de kur çıpası uygulamasından önce döviz kuru değerli olmasına rağmen düzeltici bir devalüasyon yapılmamış ve bu nedenle TL’nin değerlenme süreci daha da güçlenmiştir. Ayrıca tek bir çıpanın yeterli olmayacağı ve özellikle uzun süre çok hızlı giden bir geminin tek bir çıpa ile durdurulmasının mümkün olmayacağı beklenmeliydi. Bu nedenle programda bir tek nominal çıpa kullanılmasının ,örneğin diğer önemli görelî fiyat olan faiz oranının tümüyle sermaye hareketlerinin etkisine bırakılması, programın en önemli eksikliğidir(Yentürk, 2005: 62).

Merkez bankası stand-by ile 2000 yılının başından itibaren net iç varlıklar tavanını, dış varlıklardaki artışlar dışında aşmamayı taahhüt ettiği için piyasalara açık piyasa işlemleri yoluyla müdahale edememiştir. Böylece bankacılık kesiminin yeterli döviz fazlasına sahip olmaması ve yurt dışına sermaye çıkışının biraz artması ile piyasalardaki güvensizliğin bir anda yaygınlaşması Kasım ayında ortamı bir likidite

krizine sürüklemiştir. Faizlerdeki hızlı yükseliş kamu ve özel bankaların mali yapılarını daha da bozmuştur(Eroğlu, 2009: 32)

Bu programın bazı aksayan yönleri Kasım 2000 krizinin ortaya çıkmasında etkili olmuştur. Örneğin döviz kurunun çıpa olarak belirlenmesinin ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olabileceği ve dolayısıyla cari işlemler dengesinin negatif yönde etkilenebileceği öngörülememiştir. Nitekim reel kur program uygulamaya devam ettiği süre içinde değerlenmeye devam etmiştir. Faizler hızlı bir şekilde düşürülmeye devam etmiştir. Faizlerde yaşanan azalış, ertelenmiş tüketim isteklerini gündeme getirmiş ve özellikle tüketime yönelik talepte büyük bir artış yaşanmıştır. Bu durum ithalatın çok fazla artması sonucunu doğurmuştur. İthalat büyük miktarlarda arttığı için Türkiye'nin cari işlem dengesi olumsuz yönde etkilenmiştir(Eren ve Süslü,2001: 671)

### **2.2.3.2 Kasım 2000 Likidite Krizi**

Türkiye Kasım 2000'de yüzde 27 'lere ulaşmış TÜFE enflasyonuyla , GSMH'nın yüzde 4'ünü geçmiş cari işlemler aracılığıyla artan ithalat giderleri ve dış borçlarla, azalan ihracat gelirlerine karşılık yabancı sermaye girişinin sağlanamadığı bir konumdaydı ve devalüasyon beklentisi artmıştı. Sonuçta yabancı fon yöneticileri plansmanlarını tasfiye etmeye başlamış ve kredileri kesmişlerdir. Böylece yaklaşık 4 milyar 800 milyon dolarlık portföy yatırımları ülkeden çıkmış ve devalüasyon beklentileri içindeki bankalar açık pozisyonlarını kapatmak telaşıyla döviz taleplerini artırmışlar ve piyasada likidite sıkıntısı başlamıştır. Merkez bankası artan likidite ihtiyacına karşılık IMF programı çerçevesinde belirlenen döviz rezervlerini minimum seviyede tutmak ve parasal tabanı net dış varlıklardaki artış oranında yükseltmek hedefleri uyarınca piyasa likidite vermemiştir. Merkez bankasının para ve kur programı gereği müdahale edememesi nedeniyle bankaların gecelik piyasalarda fonlama yapma imkânının daralması bankaların kırılğanlıklarını arttırmıştır(Güloğlu, 2001: 6).

Bankacılık sektörü özellikle kamu bankaları, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinden önce mali yapılarının bozulmasına yol açacak faaliyetler sergilemişlerdir. Kamu bankalarının tarım ile küçük ve orta boy işletmeleri destekleme politikaları nedeniyle oluşan zararların zamanında geri ödenmemesi, banka istihdamındaki aşırı artış ve şubeleşme gibi sorunlar, bankaların mali yapılarını önemli derecede bozmuştur. Bunun yanında, kaynakların verimli kullanılmaması artan kaynak ihtiyacının kısa dönemli ve yüksek maliyetli fonlardan sağlanmasına yol açmıştır. Bu politikalar her iki kriz öncesi dönemde mali sistemin kırılganlığını artıran önemli faktörler olmuştur(Kansu, 2004: 178).

Özel bankaların da kamu bankaları gibi 2000 yılı istikrar programı uygulanmaya başlandığında mali yapıları zayıftı. Dış faktör olarak Rusya Krizi de özel bankaların takipteki alacaklarında önemli artışlara neden olmuştu. 2000 yılı programının uygulanmasıyla birlikte ekonomik canlanmanın yaşanması, özel bankaların kârlılıklarını artırırken, sabit kurun sürdürüleceği beklentisiyle pozisyon almaları faiz ve kur risklerinin 2000 yılının ikinci yarısında önemli boyutlara ulaşmasına yol açmıştır.

İstikrar programı uygulanmadan önce 5 banka TMSF'ye devredilmişti. Ancak bu önlem, bankacılık sistemini güçlendirmek için yeterli olmamıştır. Programla birlikte bankacılık sistemiyle ilgili olarak alınan diğer bir önlem, programın uygulanması aşamasında meydana gelebilecek likidite ihtiyacının karşılanabilmesi için bankaların zorunlu karşılık oranlarında indirimle gidilmesiydi. Bu önlemler bankalarda likidite sıkışıklığının engellenmesi hedeflenmiştir. Ancak bu önlemler, Kasım ayında bir bankada başlayan ve mali sistemde de sıkıntı yaratan likidite sıkışıklığının giderilmesi için yeterli olmamıştır(Kansu, 2004: 178).

Bankacılık kesimi reformları tamamlanmamış olduğundan, bankaların genel olarak bilançolarındaki devlet tahvillerinin çok olması ve faiz riski taşımaları, diğer yandan açık pozisyonların yüksek ve döviz fazlalarının yetersiz olması ve faiz riski taşımaları, diğer yandan açık pozisyonlarını yüksek ve döviz fazlalıklarının yetersiz olması nedeniyle 22 Kasım'da başlayarak, bankacılık kesiminde bir likidite talebi

doğmuştur. Programa uygun olarak, Merkez Bankası piyasaya likit sürememiş ve Aralık 2000 başında faiz oranları yüzde 2000 'lere yükselmiş, beraberinde devalüasyon beklentisini getirmiştir. Bu gelişmeden sonra TCMB piyasaya likidite vermek için net iç varlıklarını yükseltmek zorunda kalmış, bir başka deyişle programın net iç varlık sınırlaması terk edilmiştir. Ekonomide likidite sıkıntısının reel sektörde olağanüstü bir daralma ile sonuçlanmaması ve spekülasyonlara karşı konulacak acil durum çıkışı öngörülmemiş olması programın krize yol açan eksikliğidir.

IMF döviz atağı olarak nitelendirdiği bu gelişmeler karşısında 4 Aralık 2000 'de hükümete programdan vazgeçmesi için talepte bulunmuştur. Bunun nedeni IMF'nin döviz atağı olduğu için rezervlerin tükenebileceği kanısına varmış olmasıdır. Hükümet programdan vazgeçme kararı almamıştır. Bunun yanı sıra Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasında çıkan gerginlikten sonra Şubat ayında ikinci bir kriz yaşanmış ve çok miktarda sermaye yurt dışına çıkmıştır. Bankaların açık pozisyonlarını kapama isteği nedeniyle döviz talebi artmış ve likidite sıkışıklığı ortaya çıkmış, faiz oranları tekrar çok yükselmiştir. Ciddi bir rezerv kaybı ile karşılaşmamak için TCMB döviz satmama kararı almıştır. 22 Şubatta Bakanlar Kurulu toplantısı ile kur dalgalanmaya bırakılmıştır. Buradaki en önemli sorun programın sürdürülemeyeceği ortaya çıktığında, TL'nin değerlendirilmesi oranında bir devalüasyon ilan edilerek yapılması yerine kurun dalgalanmaya bırakılmasıdır. Bu şekilde piyasaya bırakılan döviz kuru belirleme süreci, en önemli fiyatın spekülasyona terk edilmiş olması sonucunu doğurmuştur(Yentürk, 2005: 70).

Programın hedeflerinden sapmaya başlaması, planlanan reformlar ve özelleştirmelerin gecikmesi programın kredibilitesini olumsuz yönde etkilemiştir. Programın devam etmesini sağlayan sıcak para girişinin yavaşlaması ve hatta, Kasım 2000 tarihi itibarıyla tersine dönmesi, programın sonuna geldiğinin ilk sinyallerini vermektedir. Bankacılık sektöründeki zayıf ve riskli yapının bu programı taşıyamayacağı kısa sürede anlaşılmış ve Kasım 2000'de Demirbank'la başlayan bankacılık ve likidite krizi, ancak IMF'den alınan yeni desteklerle atlatılabilmektedir. Ancak Şubat 2001'de aslında krizin atlatılmadığı sadece ertelendiği görülmüş, politik

bir krizin yarattığı çalkantı ile istikrar programı tamamen terk edilmiş ve kur dalgalanmaya bırakılarak devalüe edilmiştir.

Yapılan devalüasyon ekonomide büyük çalkantılara yol açmıştır. Özellikle program süresince ekonominin dış borç stokunun oldukça yüksek seviyelere çıkması, ekonomiyi iyice kırılgan hale getirmiş, yüksek fiili dolarizasyon durumu döviz cinsinden borcu olan çok sayıda birey ve kurumu finansal sıkıntıya sokmuştur. Krizle beraber yurtdışına ve ekonomi dışına çıkan para, krizin arkasından ekonomiyi ciddi likidite sorununa sokmuş ve faizler inanılmaz yüksek rakamlara ulaşmıştır. Krizden en büyük yarayı ciddi kur ve faiz riskleri taşıyan finans sektörü almıştır. Özel sektörün taşıdığı kur riski ve finansal piyasalardaki çöküş, 2001 krizinin 1994 krizine göre daha kalıcı ve etkili olmasına neden olmuştur(Müslümov ve diğerleri, 2002, Bölüm 8).

2001 yılı Şubat ayında dalgalı kur sistemine geçilmesiyle birlikte döviz kurlarının gelecekte alacakları değerlere ilişkin belirsizlik artmış, bunun üzerine vadeli işlem sözleşmelerinin işlem göreceği piyasanın açılması çalışmaları hızlandırılmıştır. Bu doğrultuda ,15 Ağustos 2001 tarihinde, TL/Dolar vadeli işlem sözleşmeleri borsa salonu ortamında işleme açılmıştır. Bu gelişmeleri takiben 19 Ekim 2001 tarihinde Türkiye'nin ilk özel borsa kuruluşu olarak Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş kurulmuştur. Bu kuruluşun amacı, fiyat ve faizlerin dalgalı seyrettiği bir ortamda işletmelerin risklerini etkin bir şekilde yönetmelerine imkan sağlayacak araçları sunmaktır.

### **2.2.3.3 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı**

Türkiye, 2001 krizinin olumsuz etkisini hafifletebilmek için IMF ve Dünya Bankası desteğiyle, "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programını" uygulamaya başlamıştır. Şubat 2001 krizi sonrasında kur çıpası rejimini kaldıran Türkiye ekonomisi, bu program çerçevesinde ,TCMB'nın 2002 yılı sonundaki ufak müdahaleleri dışında, dalgalı kur rejimi uygulamaktadır. IMF tarafından yüklü bir kredi desteği ile desteklenen program, yüksek iç borç ve mali sistemin kırılgan yapısını, ekonominin

krizden çıkışı ve gelişmesi önündeki en büyük sorun olarak görmektedir. Bu nedenle programın öncelikli hedeflerinden birisini mali sektörün sorunlarının çözümü ve yeniden yapılandırılması oluşturmuştur.

Bu amaçla kamu bankaları yeniden yapılandırılmış ve sermaye konarak söz konusu bankaların görev zararlarından kaynaklanan sorunları çözülmüştür. Bunun yanı sıra sektörü sıkıntıya sokan zayıf bankalara el konularak BDDK bünyesine alınmıştır. Bütün bu işlemler ekonomiye çok büyük bir mali yük getirmiştir(Müslümov, 2002).

Program “ekonomide etkinliğin artırılması, devlette şeffaflığın artırılması ve sosyal dayanışmanın güçlendirilmesini hedefleyen çok sayıda yapısal yenilenme ve yasal düzenlemeler içermektedir. Bu düzenlemelerle, 2001 yılı içerisinde Merkez Bankası kanunu vb. çok sayıda kanun yürürlüğe girmiştir. 5 Mayıs 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4651 sayılı kanun ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası para politikasının belirlenmesi ve uygulanmasında tek yetkili kurum olarak belirlendi(Doğruel, 2005: 210-212).

Güçlü ekonomiye geçiş programını, 2000 yılı istikrar programından ayıran en büyük özellik, serbest kur rejimi ile enflasyon hedeflemesi politikası üzerine kurulmuş olmasıdır. Bu kapsamda para politikası üzerine katı kurallar konulmamış ve enflasyon hedeflemesine paralel esnek para politikaları izlenmesi kararlaştırılmıştır. Bu çerçevede kısa vadeli faizler, gerek enflasyonu kontrol etmek, gerekse likiditeyi sağlamak amacıyla en önemli araç olarak kullanılmaktadır(TCMB, 2001).

Programın diğer bir önemli hedefi ise sürdürülemez iç borç dinamiği sorununu çözmektir. Mali sektörde yapılan düzenlemeler kamu finansmanının üzerindeki yükü iyice artırmıştır. Bu nedenle, program süresince sıkı bir maliye politikası ile Faiz Dışı Denge/GSMH oranı 2001 yılı için yüzde 5.5 2002 yılı içinse yüzde 6.5 olarak hedeflenmiştir. Program krizden çıkış yolu olarak devalüasyonun yarattığı kur avantajı ile sağlanabilecek ihracat artışını göstermektedir.

Söz konusu program 2001 yılı içerisinde hedeflerine ulaşamamıştır. 2001 yılı içinde yüzde 3 küçülmesi beklenen ekonomi yüzde 9.4 küçülmüş, enflasyon hedefi tutturulamamış, TÜFE ‘deki artış yüzde 68.5 olarak gerçekleşirken, TEFEE’deki artış yüzde 88.6 olmuştur. 2001 yılı içinde dalgalı kur ve kriz nedeniyle daralan iç talep sonucu ithalat 54.5 milyon dolardan 41.4 milyon dolara düşmüştür. Ancak aynı dönemde beklenenin aksine ihracat 27.8 milyar dolardan 31.3 milyar dolara çıkmıştır. Kriz sonrasında uygulanan “Güçlü Ekonomiye Geçiş” programı ile birlikte, Türkiye ekonomik yönden önemli bir değişim sürecine girmiştir. 2002 yılı başından itibaren örtük enflasyon hedeflemesi, 2006 yılı başından itibaren ise açık enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmiştir. Dolayısıyla 2002 yılı itibariyle kısa dönemli faizler, temel politika aracı olarak kullanılmakta ve gelecek dönem enflasyonuna ilişkin olası gelişmeler değerlendirilerek tespit edilmektedir. Ocak 2002-Temmuz 2005 arasındaki dönemde TCMB kısa vadeli faizi kademeli olarak yüzde 62’den yüzde 14.25 seviyesine indirmiştir. Bu indirim kararında IMF ile ilişkilerin olumlu gelişmeler ve gerekse ekonomik programın sürdürülebileceğine olan inanç sonucu enflasyon beklentilerindeki ve risk primindeki düşüş etkili olmuştur(İnal, 2006: 2)

Enflasyon hedeflemesi politikasına paralel olarak bankacılık sektörüne yönelik bazı yasal düzenlemeler, yeniden yapılandırma programı ve sermaye yapılandırması süreci hayata geçirilmiştir. Küresel likidite koşulları, AB’ye tam üyelik sürecinde yaşanan olumlu gelişmeler, IMF ile yürütülen stand-by anlaşması kapsamında faiz dışı fazla hedefinin konulması ve hükümetin bu hedefe uyma gayreti, piyasalarda oluşan görece güven ortamı ,kamu borç yükü ve faiz oranlarındaki gerilemeler, makroekonomik ortamı olumlu yönde etkilemiştir. Bu süreçte dalgalı kur rejiminde TL’nin değer kazanması ve fiyat istikrarına odaklı para politikasının da katkısıyla 2002 yılından sonra enflasyon önemli ölçüde gerilemiştir.

Kriz sonrası 2002 -2005 döneminde uygulanan örtük enflasyon hedeflemesiyle para politikasında sağlanan şeffaflık enflasyonist beklentileri etkilemiştir. Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002-2005 döneminde,

uzun yıllar sonra 2004 yılında tek haneli enflasyona (yüzde 9.3) ulaşılmıştır. 2004 yılında yüzde 12'lik hedeften daha aşağılarda bir enflasyon oranının gerçekleşmesi ve tek haneli rakama ulaşması, Türkiye'nin enflasyonla mücadele sürecinde önemli bir aşama olarak değerlendirilmiştir. 25 Nisan 2001 tarihli ve 4651 sayılı kanunla TCMB'nin kurumsal yapısı fiyat istikrarı amacına ulaşmayı sağlayacak duruma getirilmiştir. Getirilen yenilikler arasında, Merkez Bankasının para politikasını bağımsız olarak kullanması ve temel amacının fiyat istikrarı olduğu yer almaktadır. Merkez Bankasının Hazine, kamu kurum ve kuruluşlarına avans ve kredi vermeyeceği ve bu kurumların ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın almayacağı belirtilerek Merkez Bankasının bağımsızlığı konusunda önemli kararlar alınmıştır. Merkez Bankasının uygulanacağı para politikasının şeffaflığı ve uygulanan politikaların nedenleri konusunda kamuoyunu bilgilendirmesi ve hesap verebilirliği artırılmıştır(Kansu, 2007: 65).

2005 yılında ekonomik programın sürdürülmesiyle ilgili kararlılığın devam etmesi güven ortamı yaratmış, yapısal reformların ve mali disiplinin sürdürülmesi, faizlerdeki düşüşün devam etmesi ve TL'nin güçlü bir düzeyde olması ekonomiyi olumlu etkilemiştir. TCMB 2005 yılının Ocak ayında yüzde 17 olan gecelik borçlanma faiz oranını sürekli azaltarak Aralık ayında yüzde 13.5 düzeyine getirmiştir. 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon her yıl hedeflenenin altında kalmış ve 2005 yılında son 35 yılın en düşük düzeyine yüzde 7'ye gerilemiştir. Açık enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başladığı 2006 yılı için enflasyon yüzde 5 hedeflenirken gerçekleşme yüzde 9.69 düzeyinde olmuştur. 2006 yılında yıllık enflasyon Ocak ayından itibaren sürekli yükselmiş ve Temmuz ayında en yüksek düzeyine yüzde 11.7'ye ulaşmıştır. 2006 yılında geçilen açık enflasyon hedeflemesi uygulaması kapsamında ise 2006, 2007 ve 2008 yıllarında açıklanan hedef oranlara ulaşamadığı gibi, 2 puanlık belirsizlik aralığı da aşılmıştır. Buna rağmen genel olarak ekonomik aktörler ve kamuoyu, gerçekleşen enflasyon rakamlarını olumlu değerlendirmiştir(Bilgin, 2009: 72).



#### 2.2.3.4 Açık Enflasyon Hedeflemesinden Günümüze Parasal Gelişmeler

2005 yılında, enflasyon hedeflemesi rejiminin esasını oluşturan şeffaf ve öngörülebilir para politikası uygulamalarını yürürlüğe koyabilmek amacıyla faiz kararları, tarihleri önceden kamu oyuna duyurulan Para Politikası Kurulu(PPK) toplantılarında yapılan değerlendirmeler ışığında oluşturulmaya başlanmıştır. 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte, PPK'nın tavsiye veren konumdan karar alıcı pozisyona geçmesi, kararların oylama ile alınması, toplantı özetlerinin yayınlanmaya başlaması ve böylece karar alma mekanizmasının kurumsallaşma sürecinin tamamlanması öngörülmüştür(TCMB, 2005: 74).

2005 yılında da temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılmış, IMF programı kapsamında performans kriterleri ile gösterge hedefler izlenmiştir. 26 Nisan 2005 tarihli niyet mektubu ile belirlenen program çerçevesinde Mayıs ve Haziran aylarına ilişkin tüm hedeflere ulaşılmıştır. Ancak para tabanındaki artışın 2005 yılında da hızlı bir şekilde devam etmesi neticesinde Haziran ayında 2005 yılı ikinci yarı hedeflerinin revize edilmesi gereksinimi doğmuştur. Bununla birlikte IMF gözden geçirme sürecinin bitmemesi üzerine parasal hedefler yenilenememiştir.

TCMB, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. Temel politika aracı, Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Piyasasında uygulanan kısa vadeli faiz oranıdır. Enflasyon hedefleri, hükümetle birlikte, TÜFE yıllık yüzde değişimleri üzerinden üç yıllık olarak belirlenmiştir. Hedefler 2006 yılı sonu için yüzde 5, 2007 ve 2008 için yüzde 4, 2009 yılı için yüzde 7,5 ve 2010 için yüzde 6,5'tur. 2011 yılı için ise enflasyon hedefi yüzde 5,5 olarak belirlenmiştir. 2006 yılı enflasyon hedefi, nokta hedef etrafında her iki yönde ikişer puanlık belirsizlik aralığı ile birlikte üçer aylık patika şeklinde açıklanmış ve bu patika IMF programının üçer aylık gözden geçirmeleri için performans kriteri sayılmıştır. Haziran ayından itibaren patikanın üst sınırları aşılmaya başlamıştır. Merkez Bankası, açık enflasyon hedeflemesinin şeffaflık ve hesap verilebilirlik koşulları kapsamında hükümete ve IMF'e sapmanın nedenlerini

içeren kamu oyuna açık mektuplar göndermiştir. Merkez Bankası bu dönemde, enflasyon beklentilerinin halâ katı olduğunu düşünerek, temkinli faiz indirimleri uygulanmıştır. Banka 18 Aralık 2007’de yayınladığı ‘2008 yılında Para ve Kur Politikası adlı Raporunda, 2008 için de enflasyon hedefi ile uyumlu alt ve üst iki puan limitli patika açıklanmıştır. 2008’in ilk çeyreğinde küresel finans piyasalarındaki oynaklık ve YTL ‘deki değer kaybı neticesinde enflasyon, üst limit hedefini aşarak yüzde 9.15 olmuştur(TCMB, 2008: 1).

2008 Mayıs ayında IMF ile imzalanan son stand-by anlaşmasının da sona ermesiyle birlikte,Türkiye iktisadi anlamda kendine yeni bir patika çizmek kararıyla baş başa kalmıştır. Bu aşamada Merkez Bankası var olan konjonktürde fiyat istikrarı hedefinde ısrar ederek mali disiplin ve yapısal reformların sürekliliğinin hayati öneme sahip olduğunu vurgulamaktadır (Eroğlu, 2009: 40)

### **2.2.3.5 2000 Sonrası Dönemde Finansal Piyasalardaki Gelişmelerin Değerlendirilmesi**

Türkiye’de finansal piyasalara, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi bankacılık sektörü hakim bulunmaktadır. Bu nedenle büyük ölçüde bankacılık sektörüne ilişkin değerlendirmelerde bulunulacaktır. Türk Bankacılık sektörü 1980 yılından itibaren hızlı gelişme göstermiştir. Bankacılık sektörü toplam aktif büyüklüğünün GSYİH’ ya oranı 1980 yılında yüzde 28.6’dan 1990 yılında yüzde 38.2’ye, 2000 yılında ise yüzde 76.9’ya yükselmiştir. Aynı zamanda, 1980 yılında 4.3 milyar dolar olan toplam mevduat hacmi, 2000 yılında 64.4 milyar dolara varmıştır. Bankacılık sektöründeki genişleme süreci banka sayısına da yansımış, banka sayısı 1980 yılında kırk üçten 1990 yılında altmış dörde, 1999 yılında ise seksen bire ulaşmıştır. Bu dönem içerisinde bankacılık sektörü dinamik yapıya bürünmüş ve Türkiye ekonomisine önemli katkılarda bulunmuştur<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> Bankacılıkla ilgili veriler, ulaşılabilir bilgi setine sahip olması ve klasik bankacılık sistemine sahip tüm kurumları bünyesinde bulundurması nedeniyle kamu kurumu niteliğinde bir meslek kuruluşu olan Türkiye Bankalar Birliği (TBB) verileri/kaynakları kullanılmıştır.

1999-2004 dönemi bankacılık sisteminde yeniden yapılanma dönemidir. Bu dönemde yirmi banka mali durumunun zayıflaması nedeniyle TMSF'ye devredilmiş ve bu bankaların tüm yükümlülükleri TMSF tarafından üstlenilmiştir. Aynı dönemde 8 bankanın daha faaliyetine son verilmiş ve bu bankalar tasfiye edilmiştir. Yine bu dönemde fondaki bankalardan bazılarının satın alınması da dahil olmak üzere bankacılık sektöründe 11 banka birleşmesi gerçekleşmiştir.

Bankacılık sektörü büyüklüğü 2001 yılı sonunda 216 milyar TL düzeyinden, 2008 yılı sonunda 706 milyar TL'ye, 2009 yılında ise 798.533 milyar TL'ye ulaşmıştır. Para politikası olarak enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı ve görece istikrarın sağlandığı 2002 yılı sonrası dönemde, sektör temel aracılık işlevini oluşturan kredilere yoğunlaşmıştır. Kamu borçlanma gereksiniminin azalması ve borçlanma faizlerinin düşmesiyle birlikte menkul değerlerin aktiflerden aldığı 2001 yılında yüzde 34, 2002 yılında yüzde 40 ve 2003 yılında yüzde 43 iken 2008 yılında yüzde 29'a gerilemiştir. Makro ekonomideki istikrar ve finansal kesimin yeniden yapılandırılması konusunda atılan adımlarla, 2002 yılı öncesinde kamu kesimine kaynak sağlayan bankacılık sektörü aktif yapısı, şirketler ve hane halkını finanse eden bir yapıya dönüşmüştür.

2002 yılı sonrası döneme ilişkin banka bilançolarında ve kredi hesabında öne çıkan önemli konulardan biri, 2001 yılında kredi hacminin yüzde 8'lik kısmına karşılık gelen bireysel kredilerin 2008 yılında yüzde 31, 2009 yılında ise yüzde 33'lik bir paya ulaşmasıdır. 2002 yılından itibaren faizlerdeki düşüş ve olumlu beklentilerin yaygınlaşmasıyla birlikte tüketiciler ertelenmiş tüketim harcamalarını gerçekleştirmeye başlamış ve bankalar bireysel kredilere yönelmiştir. Tüketici kredileri ve bireysel kredi kartlarından oluşan bireysel krediler, 2001 yılındaki 4.4 milyar TL'den 2008 yılında 112 milyar TL'ye, 2009 yılı sonu itibarıyla 131 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır (Bilgin, 2009: 74).

2001-2009 döneminde bireysel kredilerdeki değişmeye bakıldığında 2008 yılında 37 milyar, 2009 yılında ise 45 milyar TL'yi aşan konut kredilerinin en hızlı büyümeyi gerçekleştirdiği görülmektedir. 2001 yılında yüzde 8'lik bir oranla konut

kredileri toplam bireysel krediler içinde diğer kredi türlerine kıyasla en düşük paya sahipken, 2009 yılı sonunda yüzde 34'lük oranla bireysel kredilerin üçte birine karşılık gelen bir seviyeye ulaşmıştır. Öte yandan, aracılık işlevinin gelişmişlik düzeyini gösteren göstergelerden biri olan mevduatın krediye dönüşüm oranı(kredi/mevduat), 2001-2008 döneminde yüzde 39'dan yüzde 81'e yükselmiş, 2009'da ise yüzde 76'ya gerilemiştir.

2009 sonu itibariyle bankacılık sektörünün toplam aktifler 798 milyar TL olmuştur. Toplam aktiflerin GSYİH'ya oranı ise 2009 sonu itibariyle yüzde 84 düzeyindedir. Toplam aktifler içinde mevduat bankalarının payı yüzde 96, mevduat kabul etmeyen bankaların payı ise yüzde 4'tür. Kamusal sermayeli bankaların toplam aktifler içindeki payı yüzde 31, özel sermayeli bankaların payı 52 'dir. Toplam krediler içinde mevduat bankalarının payı yüzde 96'dır. Mevduat bankaları grubunda yer alan kamu bankalarının toplam payı 2002'de yüzde 20 iken, 2008'de yüzde 24'ten 2009 yılında yüzde 27'ye yükselirken, özel bankaların payı 2 puan azalarak yüzde 52'ye, yabancı bankaların payı ise 2008 yılında yüzde 18'den, yüzde 17'ye gerilemiştir(TBB, 2010: 35-36).

**Tablo 1. Bankacılık Sisteminde Yoğunlaşma Oranları(Yüzde)**

	2002	2006	2007	2008	2009
<b>İlk Beş Banka*</b>					
<b>Aktif</b>	58	63	62	62	63
<b>Mevduat</b>	61	64	64	65	66
<b>Krediler</b>	55	58	57	58	55
<b>İlk On banka*</b>					
<b>Aktif</b>	81	86	85	86	87
<b>Mevduat</b>	86	90	89	90	91
<b>Krediler</b>	74	83	83	84	85

**Kaynak:** TBB raporlarından yararlanılarak hazırlanmıştır.

Sektördeki ilk beş bankanın toplam aktifler ve mevduat içindeki payı birer puan artmış, kredilerdeki payı ise üç puan gerilemiştir. İlk on bankanın aktifler içindeki payı bir önceki yıla göre bir puan gerileyerek yüzde 87 olarak gerçekleşirken, krediler içindeki payı ise yüzde 91'e ulaşmıştır.

**Tablo 2. Mevduat ve Kredi Stoku\*(Milyon TL)**

	2002	2006	2007	2008	2009
<b>Toplam Mevduat</b>	141.889	307.647	356.865	454.599	514.618
<b>TL</b>	60.075	186.286	230.461	294.093	341.412
<b>YP</b>	81.814	121.361	126.404	160.506	173.206
<b>Krediler**</b>	51.955	218.989	285.654	367.609	392.622
<b>TL</b>	20.622	163.095	217.027	262.285	288.209
<b>YP</b>	31.293	55.895	68.627	105.324	104.413
<b>Takipteki Alacaklar(Net)</b>	1.965	883	1.365	2.824	3.598
<b>- Takipteki Alacaklar</b>	3.041	8.548	10.322	13.881	21.852
<b>- Takipteki Alac. Özel Karş</b>	1.346	7.665	8.957	11.057	18.254
<b>Krediler</b>	51.955	222.204	285.654	367.609	397.708
<b>- Kurumsal</b>	44.957	153.103	187.853	245.103	266.757
<b>- Bireysel</b>	7.001	69.101	97.801	122.506	130.951

**Kaynak:**BDDK,TCMB(TBB) raporlarından yararlanılarak hazırlanılmıştır.

\*Katılım Bankaları dahildir.

\*\*Takipteki krediler hariçtir.

BDDK verilerine göre, katılım bankaları dahil, toplam mevduatın yüzde 35'i kamu sermayeli, yüzde 48'i özel sermayeli bankalarda toplanmıştır. Yabancı sermayeli bankaların mevduattaki payı yüzde 12 iken, katılım bankalarının payı yüzde 5 olmuştur. Kamu bankaları TL mevduatının yüzde 44'ünü, yabancı para cinsinden mevduatın yüzde 55'ini toplamışlardır. Yabancı bankaların TL ve yabancı para mevduat içindeki payı sırasıyla yüzde 11 ve yüzde 13'tür(TBB, 2010: 23).

Toplam mevduatın ortalama vadesi 2009 yılında 2,4 ay olarak gerçekleşmiştir. Yabancı para cinsinden mevduatın ortalama vadesi kısılırken, TL mevduatın

ortalama vadesi değişmemiştir. Yabancı para mevduatının ortalama vadesi 2,8 aydan 2,7 aya düşerken, TL mevduatın ortalama vadesi 2,4 ay düzeyinde kalmıştır(TBB, 2010: 23). Bunun yanı sıra 2-3 ay arası vadeli mevduatta bir yoğunlaşma görülmektedir. Bu durumun temel nedenlerinden biri ,uzayan vadeler için ödenen faiz farkına ait getirinin tasarruf sahiplerince yeterli görülmemesi olduğu söylenebilir. Ayrıca uzun döneme ilişkin belirsizlik ve riskten dolayı ulusal paranın mevcut faiz oranları üzerinden uzun süreli vadeli mevduata bağlanmasının zor olduğu da belirtilebilir(Bilgin, 2009: 75).

**Tablo 3. Toplam Mevduat Vade Yapısı(yüzde)**

	2002	2007	2008	2009
Toplam	100	100	100	100
Vadesiz	19	16	14	15
1 ay	30	28	31	27
3 ay	38	47	48	50
6 ay	8	5	3	3
12+ ay	6	5	4	4
Ortalama Vade(ay)	2.8	2.5	2.4	2.4

**Kaynak:** TBB raporlarından yararlanılarak hazırlanmıştır.

Türk Bankacılık sektörü kredilerinin, düşük enflasyon ortamında (2002-2009 dönemi) gösterdiği gelişmelere bakıldığında, konsolidasyon ve ters para ikamesinin bankacılık sektöründe yoğun biçimde yaşandığı bu dönemde, en dikkat çekici dönüşümün sektörün giderek kamuyu finanse eden bir yapıdan uzaklaşarak başta tüketiciler olmak üzere fon ihtiyacı bulunan kesimlere kaynak aktarımına ağırlık vermeye başlamış olduğu görülmektedir. 2001 Krizi sonrasında gerçekleştirilen kapsamlı reformlar ve izlenen makroekonomik politikaların kredi sisteminin daha etkin şekilde çalışabilmesine katkı sağladığı söylenebilir. Düşük enflasyon ortamında görece istikrarın sağlanmış olmasının bankaları, proje finansmanını içeren yatırım ve ticari kredilerden ziyade tüketimin finansmanını içeren bireysel kredilere yöneldiği görülmektedir(Bilgin, 2009: 76).

## 2.3 Para Arzındaki Değişmelere ve Finansal Yeniliklere İlişkin Göstergeler

Finansal yenilikler, para arzının içselleşme sürecini etkilemektedir. Bu açıdan para arzındaki değişmelerin yanı sıra finansal yeniliklere ilişkin göstergeler de çalışmanın bu kısmında ele alınacaktır.

### 2.3.1 Parasal Göstergeler

Para politikası, Merkez Bankasının banka ve banka dışı kesimlere olan yükümlülüklerini değiştirmek yolu ile ekonomik faaliyetin seyrini etkilemesi şeklinde tanımlanabilir. Merkez Bankası bilançosunun pasif kalemler toplamı büyük ölçüde parasal yetki kurumunun diğer kesimlere yükümlülüğünü gösterir. Merkez Bankası çeşitli para politikası araçları yoluyla topluma karşı olan bu yükümlülüklerini değiştirebilmektedir. Pasifteki kalemlerdeki hareketler sonucu ekonominin likiditesi ayarlanırken, likiditenin hangi kanaldan sağlandığı, Merkez Bankasının bilançosunun aktif kalemlerinde izlenebilmektedir. Etkin bir para politikası izlenebilmesi için, Merkez Bankası'nın kendi bilanço büyüklüğünü ve bileşimini kontrol edebilmesi gereklidir (Keyder, 2000: 187). Bu bağlamda bilanço kalemleri kullanılarak elde edilen parasal büyüklükler Tablo 4'te gösterilmiştir.

**Tablo 4. Merkez Bankası Parası (Pasiften Hesaplanması)**

(milyon TL)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>I.Rezerv Para</b>	20.329	32.696	41.398	46.547	62.967	64.723
1.Emisyon	13.465	19.612	26.815	27.429	32.744	38.340
2.Bankalar zorunlu Karşılıkları	3.115	0	0	0	0	0
3.Bankalar Serbest İmkkanı	3.608	12.899	14.420	18.920	30.942	26.179
4.Fon Hesapları	24,3	90,5	55,4	92,4	142,5	135,6
5.Banka Dışı Kesim Mevduatı	115	94,9	108	105,5	139,3	68,8
<b>II.Parasal Taban</b>	23.950	37.679	40.300	50.459	52.841	45.806
<b>III.Merkez Bankası Parası</b>	24.743	38.547	41.915	57.790	54.700	50.731

**Kaynak:** TCMB

Rezerv para; emisyon, TCMB' nin bankacılık kesimine olan TL yükümlülüğü(bu, bankalar zorunlu karşılıkları, bankaların TCMB' deki serbest mevduatı ve kullanılabilir kredi imkanından oluşmaktadır) ayrıca bunların yanında, toplam içinde nispi önemi oldukça küçük olan fon hesapları ve banka dışı kesimin mevduatından meydana gelmektedir. Bu büyüklük 2004'te 20.329 milyon dolardan 2009'da 64.723 milyon dolara çıkmıştır. Parasal taban; rezerv para ve açık piyasa işlemi sonucunda Merkez Bankasının bankacılık kesimine net yükümlülüğüdür. Repo işlemleri ve gecelik kredilerle ilgili olarak ortaya çıkmaktadır. 2004'te 23.950 milyon TL olan parasal taban 2009'da 45.806 milyon TL gerçekleşmiştir. Merkez Bankası parası, Merkez bankasının TL cinsinden ekonomideki tüm kesimlere olan yükümlülüğünü gösterir. Merkez Bankası parası(pasiften hesaplanan)para arzı içselliği anlamında önemli bir göstergedir ve Merkez bankasının toplam kredi hacmi üzerindeki kontrol gücünü gösterir. Merkez Bankası parasının denetimi yoluyla para arzı etkilenebilmektedir. Bu rakam 2004 yılında 24.743 milyon TL iken 2009 yılı sonu itibariyle 50.731 milyon TL'ye ulaşmıştır. Bunun yanı sıra Merkez bankası parası, Toplam iç yükümlülüklerdeki değişmeyi büyük ölçüde açıklar. Toplam iç yükümlülükler ile ekonomideki toplam kredi hacmi arasında anlamlı bir ilişki olmasından dolayı Merkez Bankası parası denetimi yoluyla toplam kredi hacmini etkilenebilmektedir. 2004-2009 yılları arasında Merkez Bankasının toplam kredi hacmini etkileme gücünün arttığı söylenebilir.

Parasal büyüklüklerin tanımı, finansal sistemde meydana gelen değişimlere bağlı olmak üzere değişir.Vadesiz mevduatlar çek yoluyla doğrudan ve maliyetsiz olarak ödemelerde kullanılabilirdiğinden bunlar aynen nakit gibidir. Bu nedenle dolaşımdaki para ve vadesiz mevduatları içeren M1 tanımı yapılmıştır. Vadeli mevduatlar ise istendiği an ödemelerde kullanılamaz. Bunları para olarak kullanabilmek için bankadan parayı çekmek gerekir. Bunun için de faizden vazgeçmeyi göze almak gereklidir. Ancak buna rağmen bu büyüklükler ödeme gücü oluştururlar ve bunları içeren M2 para arzı tanımlanmıştır.

Repo işlemlerinden doğan sorumluluklardan gecelik olanlar M2'ye dahil edilirken vadeli repo işlemleri M3'e dahildir. Mali yeniliklerin bir kısmı bu üç



parasal büyüklüğün de içine alınmayıp yeni ve daha kapsamlı bir para tanımı yapılmıştır; bu L-Likiditedir. L, M3'e ek olarak banka kabullerini, finansman bonoları ve mevduat sertifikalarını da içerir.

Finansal yenilikler rezerv çarpanları ve para arzları üzerinde artırıcı bir etki yapmaktadır. Tablo 5'te M1, M2 ve M3'ün 2005-2009 arası dönemde hep artış göstermesi finansal yeniliklerin para arzları üzerindeki artırıcı etkisini göstermektedir. 2005-2009 dönemleri arasındaki kredi stokundaki artışlar ise para arzının içselleşme sürecini desteklemektedir.

**Tablo 5. Başlıca Parasal Göstergeler(Milyar TL)**

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>M1*</b>	62	72	78	83	107
<b>M2**</b>	238	297	345	434	494
<b>M3***</b>	261	320	370	458	521
<b>Repo(R)</b>	3	4	4	3	4
<b>Banka Piyasası Fonları (F)</b>	20	19	21	21	23
<b>Banka dışı kesim,menkul kıymetler (D)</b>	65	66	68	74	75
<b>Kredi stoku</b>	159	219	286	368	393
<b>M3RF</b>	283	342	395	475	548
<b>M3RFD</b>	349	408	463	549	623
<b>M1/GSYİH</b>	10	8	8	9	11
<b>M3/GSYİH</b>	40	37	39	48	55
<b>Kredi stoku/GSYİH</b>	24	26	30	39	41

**Kaynak:**TCMB,TBB

\*Dolaşımdaki para+vadesiz mevduat(YP dahildir)

\*\* M1+ vadeli mevduat(YP dahildir)

\*\*\*M2+repo+para piyasası fonlar

Para arzının içselleşmesiyle ve ekonomide parasallaşma sürecinin aşılmasıyla beraber M1 gibi parasal göstergeler yetersiz kalmıştır. M1/GSYİH oranı, yani dar tanımlı para arzının Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya oranı yüzde 10'lar civarında seyretmektedir. 2005-2009 dönemi arasında finansal gelişmelerin devam etmesiyle birlikte paranın dolaşım hızının artması ve para talebinin azalması nedeniyle M1'in GSYİH içindeki payı düşük kalmıştır. Vadeli repo işlemlerini, para piyasası fonlarını ve M2'yi kapsayan M3'ün GSYİH' ya oranı ise 2005'te yüzde 40 iken 2009'da yüzde 55 gerçekleşmiştir. Finansal yeniliklere paralel olarak M3RF ve M3RFD gibi yeni para arzı tanımları yapılmıştır. Bu parasal göstergelerdeki 2005 yılından sonraki artış para arzının içselleştiğinin bir göstergesidir. Bunun yanı sıra kredi stokunun GSYİH içindeki payı 2005'te yüzde 24 iken 2009'da yüzde 41'e yükselmiştir. Kredi stokundaki 2005-2009 yılları arasında gerçekleşen artış ise para arzının içselliğini göstermektedir.

### **2.3.2 Finansal Yeniliklere İlişkin Göstergeler**

Türkiye'de de zamanın değer kazanması sonucu müşterinin olduğu noktaya hizmet götürme dolayısıyla ATM, internet ve telefon bankacılığı gibi şube dışı alternatif dağıtım kanallarının önemi artmıştır. Bütün bunlar ise bankacılık anlayışında radikal değişiklikler olarak görülmektedir. Türkiye'nin dünyadaki bu gelişimi çok yakından izlediği ve son zamanlarda bireysel bankacılık yatırımları sayesinde bazı uygulamalarda Avrupa ve ABD 'nin dahi önüne geçtiği gözlenmektedir. Bireysel bankacılık deyince hemen akla teknolojik bankacılık gelmektedir. Türkiye'de internet bankacılığı, günden güne önemli bir hizmet kanalı olmaktadır. İnternet üzerinde bankacılık yapan tüm kurumlar, güvenlik sorunlarını çözmüşlerdir(Ketenci, 2005: 63).

**Tablo 6. İnternet Bankacılığı Seçilmiş Göstergeler**

	2007	2008	2009
Aktif Müşteri Sayısı(bin kişi)	4.274	5.169	5.949
Finansal İşlemler(milyar TL)	454.7	492.8	550.7
Yatırım İşlemleri(milyar TL)	163.4	213.5	263.3
Kredi kartı İşlemleri (milyar TL)	13.0	16.3	18.3
Diğer finansal işlemler(milyar TL)	38.1	60.8	51.6
Toplam(milyar TL)	669.2	783.4	883.9

**Kaynak:**TBB

2009 yılı itibariyle internet bankacılığında yapılan işlemler Aralık 2008'e oranla yüzde 13 artarak, 884 milyar TL'ye ulaşmıştır. Ağırlıklı olarak havale işlemlerinden oluşan finansal işlemler yüzde 12 oranında, kredi kartı işlemleri yüzde 12 oranında ve yatırım işlemleri yüzde 23 oranında artış gösterirken, diğer finansal işlemler yüzde 15 azalmıştır(TBB, 2010: 46). İnternet aracılığıyla yapılan işlemler son dönemde artış göstermiştir. Bunun yanı sıra aktif müşteri sayısında da artış yaşanmıştır. İnternette yapılan işlemlerin başında finansal işlemler yer almaktadır.

Türkiye'de son yıllarda Türk bankalarının elektronik bankacılığa yönelik atılımları dikkat çekmiş, kredi kartlarının yaygınlaşmasına ilişkin gelişmeler de bu atılımın bir parçası olmuştur. Özellikle 1990'lı yılların başından itibaren Türkiye'de kredi kartına sahip olma ve kullanma oranında ciddi artışlar meydana gelmiştir. Lisans anlaşmaları yoluyla Türkiye'de bankalar tarafından çıkartılan kartların en bilineni Mastercard(1975) ve Visa(1981)'dir. 2009 yılında tüketiciler banka kartı ve kredi kartı için Visa'yı tercih etmişlerdir. Bunu Mastercard izlerken, American Express, Diners Clup vs.kredi kartları geri kalan küçük bir payı paylaşmaktadır. 2009 yılı sonunda toplam kredi kartı sayısı 44.392.614 iken kart lisansörleri arasındaki paylaşım 25.201.351 ile Visa kart, 18.712.739 ile Mastercard ve Diğerlerinin toplam sayısı ise 478.524'tür.

Türkiye'de İlk ATM uygulamaları Türkiye İş Bankası tarafından 1987 yılının Aralık ayında başlatılmıştır. ATM sayıları bu tarihten itibaren giderek artmakta, tüm

kentlere yayılarak insan yaşamını kolaylaştıran teknoloji destekli bankacılığın Türkiye’de ilk ve en önemli adımını temsil etmektedir(Ketenci, 2005: 71). ATM’lerde kullanılan banka kartlarının kullanımını yaygınlaştırmak amacı ile 1994 yılında banka kartlarını alışverişte kullanma imkanı verilmiştir. Böylece banka kartlarının kullanımı artmıştır. Türkiye’de bankaların kredi kartı ve ATM pazarlarında yaşanan gelişmelerden sonra POS terminallerinde de büyüme görülmektedir. Türkiye’de bankaların kredi kartları POS terminallerinde kullanım alanı bulduğu için terminallerin sayısı artması kredi kartı uygulamalarının gelişmesi ve kullanımının artması ile doğru orantılı olmuştur(Ketenci, 2005: 73).

1990’lı yılların başından beri yoğun olarak kullanılmaya başlanan kredi kartlarını alışverişlerde kullanılabildiği gibi kredi kartı ile nakit avans çekimi de gerçekleştirilmektedir. Türkiye’de Türk ve yabancı banka ve kuruluşlarınca verilen kredi kartları ile banka şubeleri ve ATM’lerden çekilen nakit avans ve yapılan alışveriş miktarı 2009 yılı itibariyle 93 milyon adet gerçekleşmiştir. Türkiye’de kredi kartları daha çok alışverişlerde kullanılmaktadır. Kredi kartını nakit çekme yönünde kullanım alışverişte kullanıma göre daha düşüktür.

**Tablo 7. ATM ve Kart Sayıları**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Toplam Kredi kartı(bin adet)	19.863	26.681	29.978	32.433	37.335	43.394	44.392
Toplam Banka Kartı(bin adet)	39.563	43.084	48.243	53.464	55.510	60.551	64.661
Kredi Kartı İşlem Hacmi (milyar TL)*	40	66	86	109	143	187	205
ATM sayısı	12.857	13.544	14.823	16.511	18.800	21.970	23.800
POS sayısı(bin adet)	662	912	1.140	1.282	1.453	1.632	1.738
POS Banka kartı İşlem Tutarı (milyon TL)	230	449	897	1.510	2.335	2.435	4.917

**Kaynak:**Bankalararası Kart Merkezi

\*Yerli ve yabancı kartların yurtiçi kullanımı

Türkiye’de 2003-2009 yılları arasında ATM sayısında, POS sayısında ve toplam kredi hacminde artış olmuştur. Kredi kartı işlem hacmi 2003 yılında 40 milyar TL’den 2009 yılında 205 milyar TL’ye yükselmiştir. Bankalararası Kart Merkezi(BKM) verilerine göre ,Aralık 2009 itibariyle toplam kredi kartı sayısı 2003

yılı sonuna göre yüzde 43 oranında artarak 44.3 milyona ulaşmıştır. Aynı dönem için toplam banka kartı sayısı yüzde 63 artışla 64.6 milyon düzeyinde gerçekleşmiştir. 2009 yılında, POS cihazı ve ATM sayıları bir önceki yıla göre sırasıyla yüzde 6,4 ve yüzde 8,3 artarak 1.738.728 ve 23.800 düzeyine yükselmiştir. Kredi kartı işlem hacmi 2009 yılı sonu itibariyle yerli ve yabancı kartların yurtiçi kullanımı sonucu 205 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, bankalararası ödemelerin gerçekleşmesini sağlayan sistemik öneme sahip elektronik ödeme sistemi olan EFT (Elektronik Fon Transfer Sistemi) sisteminin sahibi ve işleticisidir. EFT Sistemi ve bu sistemle bütünleşik olarak çalışan, katılımcılarına menkul kıymet aktarım ve mutabakatlarını ödeme karşılığı teslimat Sistemlerinin Bankacılık Kanunu kapsamında Türkiye’de faaliyet gösteren 48 katılımcısı bulunmaktadır(TCMB, 2010).

**Tablo 8. EFT Sistemi Verileri**

EFT Sistemi	2004	2005	2006	2007	2008
İşlem Adedi(Milyon)	58.7	76.4	93.1	106.1	119.3
İşlem Tutarı(Milyar USD)	3.986	5.806	10.528	13.886	16.827
İşlem Tutarı/GSYH)	10.2	12.1	20	21.4	22.7

Kaynak:BIS,TCMB

EFT sisteminde gerçekleşen yıllık işlem tutarı, 2009 yılında 23.704 milyar TL’ye ulaşmıştır. EFT Sisteminde gerçekleşen işlem adedi ise 129 milyon olmuştur. 2009 yılında EFT sistemi işlem tutarının GSYİH’ ye oranı yüzde 24.7 olarak gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak Türkiye’de elektronik para ve kredi kartı kullanımı 2003-2009 yılları arasında artış göstermiştir. Bu durum bireylerin nakit kullanma alışkanlıklarının değiştiğinin bir göstergesidir. Dolayısıyla dolaşımdaki para miktarı doğrudan etkilenmektedir ve para arzının içselleşme sürecini etkilemektedir.

Otomatik para çekme makineleri(ATM), Nokta Satış Terminalleri(POS), İnternet Bankacılığı, Elektronik Fon Transfer(EFT) gibi finansal yenilikler, yeni finansal araçlar sayesinde ekonomik birimlerin nakit paraya ihtiyaç duymadan ticari işlemleri gerçekleştirebildiklerini göstermektedir. Bu açıdan Türkiye'deki finansal yeniliklere ilişkin göstergeler para arzının içselliği ile uyumludur.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### EKONOMETRİK UYGULAMA

Bu bölümde ilk önce para arzının içselliğine ilişkin yapılmış ampirik çalışmalar ele alınacak ve daha sonra Post Keynesyen teorinin ortaya koyduğu kredi mevduat ilişkisi, banka kredi stoku ile mevduatlar arasında nedensellik ilişkisinin olup olmadığı incelenerek ele alınacaktır. Banka kredi stoku göstergesi ile mevduat göstergesi arasındaki ilişkinin incelenmesinin ilk aşaması, kullanılacak zaman serisi verilerinin durağan olup olmadığının belirlenmesidir. Söz konusu verilerin durağan olup olmadığının belirlenmesi için Genişletilmiş Dickey Fuller (Augmented Dickey Fuller) ve Phillips Peron birim kök testleri kullanılacaktır. Zaman serisi verilerinin durağanlık sınaması yapıldıktan sonra banka kredi stoku ile mevduatlar arasında nedensellik ilişkisinin olup olmadığı Granger Nedensellik testi aracılığıyla araştırılacaktır.

#### **3.1. Para Arzı İçselliği Konusunda Yapılan Ampirik Çalışmalara Yönelik Literatür Taraması ve Kullanılan Farklı Ekonometrik Yöntemler**

Para arzıyla ilgili ampirik çalışmalarda genel olarak, firmaların borçlanma ihtiyaçlarıyla banka kredileri arasındaki ilişkinin veya ticari banka kredileri, mevduat ve geniş para arzı arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırıldığı görülmektedir. Firmaların borçlanma ihtiyaçlarıyla banka kredileri arasındaki ilişkinin araştırılmasının nedeni, banka kredi talebinin, firmaların üretim yapma kararlarıyla beraber firmaların ihtiyaç duyduğu çalışma sermayesi tarafından belirleneceğini öne süren görüştür. Buna örnek olarak, Moore ve Treadgold(1985)'un 1965-4 ile 1981-2 dönemlerine ilişkin veriler ile ABD ekonomisi için yaptıkları çalışmalar verilebilir. Bu çalışmada banka kredileri ile firmaların çalışma sermayeleri arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmış ve firmaların çalışma sermayesinden bankaların sanayi ve ticari firmalara verdiği kredilere doğru bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Ancak daha sonra söz konusu çalışmalar banka kredi talebinin bireysel kredi ve GSMH-dışı işlemlerden etkileneceği şeklindeki görüşe doğru yön değiştirmiştir. Bu

ilişkiyi Hussein ve Howells(1998) araştırmışlardır. Ticari banka kredileri, mevduat ve geniş para arzı değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkisi Moore(1988) ve Palley(1994)'in çalışmasında olduğu gibi Granger ve Sims nedensellik testiyle yapılmıştır. Örneğin Palley(1994)'in ABD ekonomisi için 1973 -1990 yıllarına ait para çarpanı, ticari krediler ve para tabanı arasındaki nedensellik ilişkisini araştırdığı çalışmasında ticari krediler ile para çarpanı ve parasal taban arasında çift yönlü ilişki bulunarak ABD ekonomisi için yapısal içsellik tezi desteklenmiştir. Daha sonra banka kredilerinden paraya doğru nedensellik ilişkisini araştıran ve Vektör Hata Düzeltme modeliyle yapılan çalışmalar olmuştur. Bu çalışmalara Hussein ve Howells(1998)'in çalışması örnek olarak verilebilir.

Çin ekonomisinde para arzının içselliğinin araştırılması amacıyla Mookerjee ve Peebles (1998)'in yaptığı çalışmada 1952-1991 dönemlerine ilişkin para arzı gelir ve fiyatlara ait makroekonomik değişkenler kullanılmıştır. Gelir değişkenlerinin(nominal ve reel milli gelir değişkenleri) ve fiyatlar genel düzeyi endeksinin kullanıldığı çalışmada; para arzının içsel olduğu sonucuna varılmıştır. Bununla birlikte M2 ve M3 değişkenleri ile nominal milli gelir arasında zayıf bir ilişki bulunmuştur. Yapılan çalışmada, politika karar vericileri açısından M0 ve M1 para arzı tanımlarının kullanılmasının daha uygun olacağı belirtilmiştir. Sonuçta Çin ekonomisi için para arzının içselliği doğrulanmıştır.

G-7 ülkeleri için Howells ve Hussein(1998)'in 1957-1992 dönemi verileriyle yaptıkları çalışmalarında banka kredileri ile geniş para arzı arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. Söz konusu çalışmada koentegrasyon derecesini bulmak amacıyla Vektör Hata Düzeltme modeli kullanmış ve banka kredilerinden geniş para arzına doğru nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Özellikle Japonya ve Almanya olmak üzere tüm G7 ülkelerinde Granger nedenselliğinin bulunması, G7 ülkeleri için para arzının içselliğinin geçerli olduğunu göstermektedir.

Nell(1999)'in Güney Afrika ekonomisinde para arzının içselliğini araştırdığı çalışmasında 1966-1997 dönemi için M3 para arzı ve toplam banka kredileri kullanılmıştır. 1966-1979 ve 1980-1997 alt dönemlerinde doğrudan parasal



kontroller ve dolaylı parasal kontroller altında Güney Afrika ekonomisi için para arzının içselliğini incelenmiştir. Likidite tercihi yaklaşımının amprik hipotezine göre para arzının tespit edilmesi için logaritmik olarak toplam banka kredilerinden M3 tanımlı para arzı değişkenine doğru bir nedensellik ilişkisinin bulunması gerekir. Buradan yola çıkılarak yapılan amprik çalışmada her iki alt dönem için de krediden M3 para arza doğru uzun dönem ilişkisi (koentegrasyon) tespit edilmiştir. Sonuçta Para arzı içselliği Güney Afrika ekonomisi için doğrulanmıştır.

Işık'ın(2000), 1987-1 ile 1999-4 dönemini kapsayan verilerle kredi toplamları, parasal taban ve para çarpanı arasındaki ilişkiyi araştıran amprik çalışmasının sonuçları, para arzının kısmen içsel olduğunu ileri süren yapısal içsellik yaklaşımını desteklemiştir. Amprik olarak krediler ile geniş para arzı çarpanı ve krediler ile rezerv para arasında çift yönlü ilişkinin varlığı yapısal içsellik yaklaşımını desteklemektedir. Bu çalışma, Türkiye'de kısmen yapısal içsellik yaklaşımını destekleyecek şekilde, para arzı sürecinin bireylerin, bankaların ve para otoritesinin karşılıklı etkileşimi ile belirlendiğini göstermektedir. Krediler ile M1 arasındaki nedensellik ilişkisine ise bu çalışmada rastlanmamıştır.

Vera(2001) 1987-1 ile 1998-10 dönemlerine ait parasal taban, para arzı ve çeşitli para arzı çarpanları, banka kredileri değişkenleri ile yaptığı amprik çalışmada bulunduğu banka kredilerinden para çarpanlarına doğru olan nedensellik ilişkisi, finansal yeniliklerin yapısal içsellik görüşünü savunanların ileri sürdüğü gibi para arzı sürecinde önemli olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca banka kredisinden parasal tabana doğru olan nedensellik ilişkisi Malezya ekonomisinin uyumcu içsellik yaklaşımına da uygun olduğu görülmektedir.

Malezya ekonomisi için Shanmugan, Nair ve Li (2003) tarafından yapılan çalışmada, 1985-2000 dönemlerine ait ticari banka kredileri değişkenleri, parasal taban, para arzı, para çarpanı ve gelir değişkenleri kullanılmıştır. Banka kredileri ile geniş tanımlı para arzı arasında bulunan iki yönlü nedensellik ilişkisi, Malezya ekonomisi için para arzının içselliğini doğrulamıştır.

Özgür ve Ertürk(2008) yaptıkları çalışmada uyumcu ve yapısalcı Post Keynesyen iktisatçıların iddialarının bir dönem için geçerli olduğunu ancak deregülasyon ve finansal yenilikler nedeniyle mevduat bankalarının kredi yaratma sürecindeki payının hızla azalması olgusunun, içsel para teorisi tarafından göz ardı edildiği görüşünü savunmuşlar ve ABD ekonomisi için banka kredileri ve geniş para arzı arasındaki ilişkinin 1990'larından itibaren zayıfladığını göstermişlerdir.

Kahyaoğlu ve Işık'ın(2009)yaptıkları çalışmada, para arzının ekonomideki kredi mekanizmasıyla ilişkili olarak ortaya çıkan para talebi tarafından içsel olarak belirlenip belirlenmediği test edilmiştir. Ekonomideki banka sisteminin borç verme yoluyla yarattığı kaydi paranın ortaya çıkardığı likidite talebinin, merkez bankalarının para arzını artırmak zorunda kalmasına neden olan para arzı içselleşme süreci analiz edilmiştir. Analizde VAR yöntemi uygulanmıştır. 1987-1 ile 2007-3 dönemine ait bankacılık sistemi kredi stoku, parasal taban ve GSMH verileriyle merkez bankasının ekonomide kredi genişlemesine bağlı olarak para arzını artırdığı hipotezi test edilmiştir. VAR modeline bağlı olarak Türkiye'de para tabanının genişletilmesinde ekonomideki kredi stokunun artması etkili olabilmektedir. Genel olarak bankacılık sisteminin vermiş olduğu krediler sonucunda artan kredi stokunun döndürülmesi ve ödemelerde herhangi bir sorunun yaşanmaması için merkez bankasının para arzını artıracığı görüşünün Türkiye ekonomisi için geçerli olduğu yani para arzının içsel olduğu ortaya konmuştur.

### **3.2. Ekonometrik Yöntem: Koentegrasyon Analizi**

İlk defa 1980'li yılların başında literatüre sunulan “koentegrasyon analizi” sayesinde zaman serisi ekonometrisi ve ekonomi teorisinin testi anlamında önemli gelişmeler olmuştur. Para arzının içsellik ve dışsallık konuları moneteristler ve Post-Keynesyenler arasındaki temel tartışma konularından biridir ve koentegrasyon analiz yöntemi rakip teorilerin test edilmesine olanak sağlama özelliği nedeniyle bu çalışmada önemli bir analiz aracı haline gelmektedir. Koentegrasyon konsepti, durağan ve durağan olmayan değişkenlerin zamanla birbirinden uzaklaşmayacağını öne sürmektedir. İki değişken arasında böyle bir uzun dönemli ilişkinin olması

durumunda, temel iddia, uzun dönem patikasından sapmaların durağan olduğu yönündedir(Utkulu, 1993: 303).

Değişkenler arasında anlamlı uzun dönem dengesi için, denge düzeyinden sapmanın, durağan bir süreç izlemesi gerekir. Engle ve Granger koentegrasyon tanımını şu şekilde yapmaktadır:  $X_t$  vektörünün bileşenlerinin  $(d,b)$ 'nci düzeyden koentegre olmaları için  $X_t$  vektörünün tüm bileşenlerinin aynı dereceden entegre olmaları,  $I(d)$  ve  $Z_t = \alpha' X_t \sim I(d-b)$ ,  $b > 0$  eşitliğini sağlayan bir  $\alpha (\neq 0)$  vektörünün varlığını gerektirmektedir. Bu durumda  $\alpha$  vektörü koentegre edici vektör (co-integration vector) olarak adlandırılmaktadır.

Engle-Granger testi tek ve statik koentegrasyon denklemine dayanır. Tek denklemler yaklaşımında; zayıf dışsallık ve tek koentegre vektör olmalıdır. Eğer hata terimleri  $I(0)$  ise Granger temsil teorisi geçerlidir. Hata düzeltme mekanizması geçerli ise değişkenler koentegredir. Değişkenler koentegre ise hata düzeltme mekanizması çalışır ve nedensellik en azından bir yönlüdür.

Birim kök testleri bir zaman serisinin durağan olup olmadığının belirlenmesinde kullanılan bir yöntem olup, bir zaman serisinin birim kök içermesi o serinin durağan olmadığı anlamına gelmektedir. Durağan serilerde seri uzun dönemde, dalgalanmalar olsa bile aynı ortalamayı muhafaza eder. Zamana bağlı olarak değişmeyen bir sonlu varyansa sahiptir ve gecikme zaman uzadıkça, korelogram gittikçe sıfıra yaklaşır ve sıfır olur(Kutlar, 2005: 308).

Ekonometrik analizlerde kullanılacak zaman serilerinin birim kök içermemesi gerekmektedir. Bu yüzden, ekonometrik analizlere geçilmeden önce ilk olarak kullanılacak değişkenlere ait zaman serileri için birim kök testleri yapılmalıdır. Literatürde bu amaç için en yoğun kullanılan test Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testidir. ADF testi, zaman serisinin ilk farkının bağımlı değişken, serinin bir dönem gecikmesinin, serinin ilk farkının gecikmeli terimlerinin ise açıklayıcı değişken olarak kullanıldığı bir regresyon denkleminin tahmin edilmesine dayanmaktadır. ADF testinden elde edilen  $ADF-t$  istatistiğinin MacKinnon kritik değerleriyle

karşılaştırılmasıyla yapılır. Eğer ADF test istatistiği MacKinnon kritik değerlerinden mutlak olarak büyükse, ele alınan zaman serisi durağan demektir. Aksi takdirde seri durağan değildir ve durağanlığı sağlayıncaya kadar farkının alınması gerekmektedir.

Nedensellik testi uygulamadan önce değişkenlerin koentegrasyon özellikleri araştırılır ve eğer değişkenlerin koentegre oldukları bulunursa, uzun dönem denklemlerinden elde edilen hata teriminin gecikmeli değeri standart Granger nedensellik testine dahil edilir. Değişkenlerin koentegre olması aynı zamanda uzun dönem ilişkisindeki hata terimlerinin büyümesini engelleyen bir uyarılma sürecinin varlığını da ortaya koymaktadır. Bu durum (ECM) hata düzeltme mekanizması olarak adlandırılmaktadır. Granger hata düzeltme modeli aşağıdaki gibi ifade edilir.

$$\Delta Y_t = a_0 + b_0 u_{t-1} + \sum_{i=1}^m c_{0i} \Delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m d_{0i} \Delta X_{t-1} + \varepsilon_t$$

$X_t$ ,  $Y_t$ 'nin granger nedenidir diyebilmek için sadece  $d_{0i}$ 'lerin bütün olarak anlamlı olması gerekmez. Hata düzeltme teriminin katsayısı olan  $b_0$ 'ın istatistiksel olarak anlamlı olması da nedensel etkinin varlığını göstermektedir. Bu nedenle standart Granger nedensellik testinin aksine, hata düzeltme modeli,  $d_{0i}$ 'ler bütün olarak anlamlı olmasalar bile,  $b_0$  anlamlı olduğu sürece  $X$ 'in  $Y$ 'nin Granger nedeni olduğunu öne sürmektedir. Ancak mekanizmanın işleyebilmesi için  $b_0$ 'ın istatistiki olarak anlamlı ve negatif işaretli olması yanında 0 ile -1 arasında bir değer alması gerekmektedir (Ghatak, 1997).

### 3.3 Veri Seti

Para arzının içsel olması durumunda, para arzı makro ekonomik değişkenlerden bağımsız olmayacaktır. Buradan yola çıkarak kredi hacmi ve mevduat toplamı ele alınacaktır ve kredilerin mevduatları belirleyip belirlemediği dolayısıyla para arzının içsel olup olmadığı araştırılacaktır. Burada mevduatlar vadesiz mevduat toplamı olmakla birlikte, kredi hacmi bankacılık sektörü toplam kredi hacmine ait yıllık zaman serileridir. Bunun yanı sıra modele Fert başına düşen Gayri Safi Milli Hasıla

dahil edilmiştir. Mevduat ve kredilere ait bilgiler 1986-2009 yıllarına ait olmakla birlikte TCMB veri dağıtım sisteminden( EVDS) alınmış ve (1994=100 olarak) reelleştirilmiştir. Söz konusu seriler:

Ln<sub>m</sub>: Vadesiz mevduat toplamı

Ln<sub>k</sub>: Bankacılık sektörü toplam kredi hacmi

Ln<sub>f</sub>: Fert başına düşen Gayri Safi Milli Hasıla şeklinde gösterilmiştir.

### 3.4 Amprik Bulgular ve Değerlendirilmesi

Post-Keynesyen Teori, daha önce de değinildiği üzere para arzının dışsal değil içsel bir değişken olduğunu, bunun para otoritesinin kontrolünde oluşturulmayıp sistemin içinde, fon talep edenler ve arz edenlerin etkileşimi sonucunda bankacılık ve finans sektörü kanalı ile meydana getirildiği iddia ederek Keynesyen okulun bu konudaki görüşlerine katkıda bulunmuştur. Bu çalışmada Post Keynesyen iktisatçıları bu konudaki görüşlerinin Türkiye için geçerliliğini araştırmaktadır. Bu nedenden dolayı model şu şekilde kurulabilir;

$$Mevduat=f(Kredi,FBDG)$$

$$Ln\ mevduat=\alpha_0+\alpha_1Ln\ kredi+\alpha_2 Ln\ FBDG +\mu I$$

Bu modelde  $\alpha_1$  ve  $\alpha_2$  katsayılarının pozitif çıkması beklenmektedir. Kredilerde ve fert başına düşen gelirden meydana gelen artışlar(azalışlar) mevduatları artıracaktır(azaltacaktır).

### 3.4.1 Birim Kök Testinin ve Engle-Granger İki aşamalı Modelleme Yöntemi (EGM) Sonuçları

**Tablo 9. ADF Birim Kök Testi Sonuçları (Düzy)**

Değişken	Düzy Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değer (%5)	Sonuç
Ln <sub>m</sub>	-1.0056	-3.0*	Durağan Değil
Ln <sub>k</sub>	-1.34	-3.0	Durağan Değil
Ln <sub>f</sub>	-0.89	-3.0	Durağan Değil

\*Regresyon sabit terim içermektedir.  
Kritik değer MacKinnon(1988) çalışmasından elde edilmiştir.

Tablo 9’da değişkenlerin düzy değerlerinin durağan olmadığı görülmektedir. Değişkenler düzy değerinde birim köke sahiptir.

**Tablo 10. ADF Birim Kök Testi Sonuçları (1. Farklar)**

Değişken	Düzy Test İstatistiği	MacKinnon Kritik Değer (%5)	Sonuç
Ln <sub>m</sub>	-3.3504	-2.46*	Durağan
Ln <sub>k</sub>	-3.35	-2.46	Durağan
Ln <sub>f</sub>	-4.68	-2.46	Durağan

\*Regresyon sabit terim içermektedir.  
Kritik değer MacKinnon(1988) çalışmasından elde edilmiştir.

ADF ve Phillips Perron testinde Ho hipotezi “birim kök vardır.” şeklindedir. ADF testine göre logaritmik değişkenlerin seviyesinde durağan değilken, birinci farkları durağan çıkmıştır. Phillips Perron testleri de bunu desteklemektedir.

**Tablo 11. Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları: 1986-2009**

	I(0)			I(1)		
	Sabitli	Sabitli&Trendli	Sabitsiz	Sabitli	Sabitli&Trendli	Sabitsiz
<b>Lnm</b>	-1.45	-3.52	1.07	-6.28*	-6.20*	-6.13*
<b>Lnk</b>	-0.43	-1.64	1.31	-3.02*	-3.16	-2.94*
<b>Lnf</b>	-0.80	1.31	1.85	-4.93*	-4.81*	-4.40*
<b>MacKinnon(1988) Kritik Değerleri</b>						
<b>Anlamlılık Düzeyi</b>	<b>Sabitli</b>	<b>Sabitli&amp;Trendli</b>	<b>Sabitsiz</b>			
<b>%1</b>	-3.76	-4.44	-2.67			
<b>%5</b>	-3.00	-3.63	-1.95			
<b>%10</b>	-2.64	-3.25	-1.62			

\*% 5 düzeyinde anlamlıdır.

Türkiye ekonomisinde değişkenleri etkileyebilecek olası yapısal kırılmaların göz önüne alınması ve ilgili değişkenlerin durağanlık özelliklerinin tespitinde, verilerdeki kırılmayı dikkate alan Zivot –Andrews testi kullanılmıştır. Zivot – Andrews testi kırılmaları içsel kabul etmektedir.

**Tablo 12. Zivot- Andrews Birim Kök Testi**

	<b>Kırılma Yılı</b>	<b>Model A</b>	<b>Model C</b>
<b>Lnk</b>	2001(17. Gözlem)	-3.51*(-2.47)	-3.28**(-1.66)
<b>Lnm</b>	1992( 8. Gözlem)	-4.53*(-2.90)	-4.77**(-3.35)
<b>Lnf</b>	2005 (21.Gözlem)	-5.78*(-4.36)	-4.31**(-2.38)

Not: Parantez içinde t-istatistikleri verilmiştir.

Zivot-Andrews birim kök testi tek bir kırılmayı dikkate almaktadır. Yapısal kırılmanın dikkate alınması durumunda tüm değişkenlerin birim köke sahip olduğu şeklindeki  $H_0$  hipotezi reddedilir. Bu aşamadan sonra Engle ve Granger

koentegrasyon yöntemi uygulanmıştır. Yönteminin ilk aşaması olan statik uzun dönem regresyonunun tahmin sonuçları Tablo 13’de rapor edilmektedir.

**Tablo 13. Uzun Dönem Model Parametre Tahmin Sonuçları**

Model		R <sup>2</sup>	CRDW	ADF
Ln <sub>m</sub> =f(Ln <sub>k</sub> Ln <sub>f</sub> )	Ln <sub>m</sub> =0.012+0.38Ln <sub>k</sub> +0.42Ln <sub>f</sub>	0.67	1.30	-3.05*

\* %5 düzeyinde anlamlıdır.

Hata terimine uygulanan ADF test istatistiğinin (-3.05) ilgili kritik tablo değerinden (-3.011) büyük olması, koentegrasyon olmadığına dair boş hipotezin % 5 hata payı ile reddedildiğini ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile Engle ve Granger yönteminin ilk aşaması, Ln<sub>m</sub> ve Ln<sub>k</sub> değişkenleri arasında bir koentegrasyon ilişkisi olduğunu göstermektedir. Engle Granger yönteminin ikinci aşaması olan hata düzeltme modeline ait tahmin sonuçları ise aşağıdaki tabloda görülmektedir.

**Tablo 14. Hata Düzeltme Modeli Tahmin Sonuçları**

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Katsayı	Std. Hata	T ist
ΔLn <sub>m</sub>	EC t-1	-0.61	0.027	-2.71
	ΔLn <sub>k</sub>	0.16	0.142	1.534
	ΔLn <sub>f</sub>	0.502	0.046	1.73
	C	0.0064	0.035	0.12
R <sup>2</sup> =0.45    S.E. Eq = 0.069    D.W=1.95    F(3,18)=4.9313				

Hata düzeltme teriminin 0 ve -1 arasında olması(-0.61) ve istatistiksel olarak anlamlı olması(prob 0.014)beklentilere uygun olarak hata düzeltme mekanizmasının çalıştığı anlamına gelmektedir. Çünkü iki değişken arasında koentegrasyon ilişkisi olması durumunda, Granger Temsil Teoremi hata düzeltme mekanizmasının çalışmasını gerektirmektedir. Hata düzeltme mekanizması, uzun dönemden sapmaların yaklaşık



olarak 1.5 yıl içinde (1/0,61) düzeleceğini göstermektedir. Uzun dönemde kredilerin daha sonraki dönemde mevduatları etkileyeceğini gösterir. Bu da para arzının içsel olduğu anlamına gelmektedir.

### 3.4.2. Granger Nedensellik Testi (Hsiao Versiyonu)

Mevduatlar ile bankacılık kesimi kredi stoku değişkenleri arasında nedensellik ilişkisinin olup olmadığının belirlenmesi için Granger nedensellik testi yapılması gerekmektedir. Granger nedensellik modelinde Hsiao tarafından Granger nedensellik testi ile Akaike 'nin Final Prediction Error(Nihai Öngörüm Hatası-FPE) kriterlerini birleştiren yeni bir yöntem önermiştir. Hsiao, nedenselliğe ilişkin Granger'ın öngörmüş olduğu modeli aşağıdaki gibi değiştirerek düzenlemiştir,

$$y_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_i y(t-i) + \sum_{i=1}^n b_i x(t-i) + u_t \quad (6)$$

$$x_t = c_0 + \sum_{i=1}^j c_i x(t-i) + \sum_{i=1}^k d_i y(t-i) + w_t \quad (7)$$

Hsiao'nun geliştirdiği model, Granger modeline benzemekle birlikte, ondan temel farklılığı optimal gecikme uzunluğunun her değişken için farklı ve objektif olarak belirlenmesidir. FPE yöntemine göre değişkenlerin uygun gecikme uzunluğu, nihai öngörüm hata ölçütünün iki adımda en küçükleme ile elde edilir. Buna göre (6) nolu denklemi dikkate alacak olursak, ilk adımda tek değişkenli setteki Y değişkeninin gecikme uzunluğu belirlenir. [FPE(m)]. Bunun için n=0 iken, yani sadece Y değişkeninin gecikmeli değerlerinin yer aldığı denklemde, en küçüklenecek m değerini bulabilmek için m'e 1'den başlayarak sırasıyla değerler verilir ve her bir m değeri için aşağıdaki FPE(m) değeri hesaplanır.

$$FPE(m) = [ (T+k)/(T-k) ] * [SSR(m)/T]$$

Burada T gözlem sayısını, SSR hata terimlerinin karesi toplamını, k ise parametre sayısını ifade etmektedir. k'nın değeri m+2'dir. Hesaplanan bu FPE(m) değerleri karşılaştırılarak en küçüğü seçilir ve en küçük FPE(m) değerine karşılık gelen m değeri Y değişkeni için optimal gecikme uzunluğunu(m=m\*) ifade eder. İlk adımda Y değişkeninin optimal uzunluğu belirlendikten sonra, Y'deki bu gecikme korunarak, denkleme sırasıyla X değişkeninin gecikmeli değerleri(i=1.....n) ilave edilerek, her bir n değeri için, FPE(m\*,n) değerleri hesaplanır.

$$FPE(m^*,n) = [ (T+k)/(T-k) ] * [SSR(m^*,n)/T]$$

k=m\*n+2'dir. İkinci adımda hesaplanan bu FPE(m\*,n) değerlerinin en küçüğüne karşılık gelen n değeri de X değişkeni için optimal gecikme uzunluğunu verir.

$FPE(m^*,n^*) < FPE(m^*)$  ise nedenselliğin yönü geçersizdir şeklinde kurulan Ho hipotezi reddedilir ve X'in Y'nin Granger nedeni olduğu söylenir(Giles&Giles&McCann,1993:203).

**Tablo 15. FPE Yöntemine göre Bankacılık Kesimi Kredi Stoku ve Mevduat Arasındaki Nedensellik İlişkisi(1986-2009)**

Denklem no	Bağımlı değ.	Bağımsız değ.	FPE	Nedensellik
1	dLnm(4)	-	0.0794	-
2	dLnm(4)	dLnk(1)	0.055	dLnk → dLnm
3	dLnk(1)	-	0.045	-
4	dLnk(1)	dLm(2)	0.031	dLnm → dLnk

Granger Nedensellik testine göre nedenselliğin yönü krediden mevduata doğru olmasının yanı sıra mevduattan krediye doğrudur (sırasıyla 0.055<0.07945, 0.03092<0.0458). Nedensellik ilişkisi çift yönlüdür. Bankacılık sektörüne ait toplam kredi hacminden vadesiz mevduatlara doğru olan nedensellik ilişkisi, Türkiye'de para arzının içselleştiğini göstermektedir. Post Keynesyen iktisatın önemli görüşlerinden biri kredilerin artması sonucunda mevduatların oluşmasıdır. Finansal

kuruluşların verdikleri krediler, kredi alan birimlerin mevduat hesaplarına yatırılacak dolayısıyla mevduatlar ve para arzı artacaktır. Bu açıdan Türkiye’de para arzının içselleştiği sonucuna ulaşılabilir. Post Keynesyen teorideki para arzının içselleşme sürecini etkileyen süreçler bu açıdan önem kazanmaktadır. Merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarında ve enflasyon hedeflemesi stratejisinde para arzının içsel olduğunu dikkate almaları ve para arzının dışsal olduğu varsayımına dayanan politikaları ve uygulamaları yeniden sorgulamaları para politikası ve uygulamalarının başarısı açısından oldukça önemlidir.

## SONUÇ

Türkiye’de finansal küreselleşme ve finansal piyasalardaki gelişmeler sonucunda para arzının içselleşme süreci yaşanmaktadır. Post Keynesyen teorideki para arzının içselleşme sürecini etkileyen faktörler bu açıdan önem kazanmaktadır. Merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarında para arzının içsel olduğunu dikkate almaları ve para arzının dışsal olduğu varsayımına dayanan Ortodoks para politikaları ve uygulamalarını yeniden sorgulamaları para politikası ve uygulamalarının başarısı açısından oldukça önemlidir.

Post Keynesyen iktisatçılar, Keynes’in parasal üretim ekonomisi kavramını hareket noktası olarak ele almışlar ve Ortodoks para yaklaşımından tamamen farklı yeni bir paradigma geliştirmişlerdir. Bu yeni paradigma paranın kapitalist bir ekonominin doğası gereği içsel olduğu gerçeğine dayanmaktadır. Ortodoks para teorileri, paranın mal para ile kredi para arasında bir ayrım yapmamış olmaları ve modern kapitalist finansal sistemin işleyişini yanlış bir paradigmayla açıklamaya çalışmaları nedeniyle Post Keynesyenler tarafından eleştirilmiştir.

Merkez bankalarının üstlendiği en önemli görev, ulusal ekonomik hedeflerin başarılmasını sağlamak için ülkedeki para sistemini kontrol ederek istikrarlı bir şekilde çalışmasına olanak tanımaktır. Merkez bankası bu amaca yönelik para ve kredi arzını, paranın maliyetlerini ve elde edilebilirliğini düzenlemektedir. Merkez bankasının para arzını kontrol etme fonksiyonu, bir yönüyle banknot ihraç etmedeki tekelci güçlerinden, diğer yönüyle de kredi vererek ve menkul kıymet satın alarak rezerv yaratma ve yok etme güçlerinden kaynaklanmaktadır. Türkiye’de para arzını içselleştiren faktörler merkez bankalarının banknot ihracındaki tekelci rolünü zayıflatmakta dolayısıyla merkez bankasının para arzını kontrol etme fonksiyonunu olumsuz yönde etkilemektedir.

Paracı yaklaşıma göre enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur ve enflasyon hedeflemesinin de bu hedefe ulaşmada para politikası araçlarına yer vermektedir. Paracı yaklaşımda para artış hızı ve enflasyon arasında doğrudan bir

ilişki olduğu düşünüldüğünde, yaratılmak istenen enflasyona göre para arzı artış hızının da ayarlanması gerekmektedir. Bu açıdan günümüzde uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi stratejisi Paracı görüşün ağırlık verdiği politikaları kullanmaktadır. Ancak Paracı yaklaşımda para arzı dışsal olarak ele alınmaktadır. Post Keynesyen teorinin ortaya koyduğu para arzının içselleşmesine yol açan faktörler nedeniyle para arzının dışsal olduğu varsayımına dayanan enflasyon hedeflemesi bu açıdan tartışmaya açılmalıdır.

Merkez bankası para politikası kararlarını alırken devletin hedefi, enflasyona neden olmaksızın tam istihdam düzeyine ulaşmak ve bunu sürdürmektir. Ekonomi gereğinden fazla canlanmış ve enflasyonist tehditler kendini hissettirmeye başlamışsa para otoriteleri para arzındaki artışı yavaşlatmak ve faiz oranlarını yükseltmek isteyecektir. Merkez bankasının böyle bir ortamda yapması gereken para arzındaki artışı yavaşlatmak yani sıkı para politikası izlemektir. Bunun için de banka rezervlerindeki artışı engellemesi gerekmektedir. Ancak merkez bankasının, bankaların likidite kısıtlarını aşmaya yönelik çabaları sonucunda ortaya çıkan finansal yenilikleri dikkate alması gerekmektedir. Çünkü merkez bankasının sıkı para politikaları, finansal yenilikleri teşvik etmekte ve para politikalarının etkinliğini ve enflasyon hedeflemesini stratejisinin başarısını etkilemektedir.

Finansal tekniklerdeki gelişmeler esasen sıkı para politikasının kısıtlarını aşmak isteyen finansal sistemin yarattığı bir sonuçtur. Dolayısıyla faiz oranlarının değişmediği bir ortamda, yeni finansal araçlar, teknikler daha az görülecektir. Para arzının dışsal olması yani para arzının tamamen merkez bankasının kontrolü altında olması durumunda sıkı para politikasıyla istenilen sonuca ulaşılabilir. Para arzının içsel olmasından dolayı para miktarının kontrolü üzerine inşa edilen para politikaları etkisiz olmaktadır. Merkez bankasının etkin bir para politikası uygulaması için para arzını değil, bankaların rezerv oranlarını kontrol etmeleri gerekmektedir. Bankalar, konjonktürel dalgalanmalar ve istikrarsızlık üzerindeki etkileri nedeniyle daha iyi incelenmelidir.

Merkez bankalarının uyguladıkları sıkı bir para politikası finansal kuruluşların borç verme olanaklarını sınırlayacak, bu durum ise finansal kuruluşların kârlarını azaltabilecektir. Kârların azalmasının önüne geçmek isteyen finansal kuruluşlar, finansal yenilikler yapmakta, yeni finansal araçlar bulmaktadırlar. Bu yeniliklerin sonucu olarak paranın dolaşım hızı ve ekonomide ödünç verilebilir fonlar artmakta diğer bir ifadeyle finansal yenilikler para arzının içselleşmesine neden olmaktadır. Finansal kuruluşların daha fazla kâr elde etmek için yaptıkları finansal yenilikler nedeniyle sıkı para politikaları yoluyla ekonomideki borçlanma eğilimlerinin ve artan kırılganlığın önüne geçilememektedir. Uygulanacak para politikalarının istenilen sonuçlara ulaşabilmesi için bankaların likidite sıkıntısını aşmak ve daha fazla kâr elde etme gibi eğilimlerin para politikası uygulamacıları tarafından iyi analiz edilmesi son derece önemlidir. Dolayısıyla banka sisteminin kurumsal yapı içindeki önemi, bankaların yalnızca para arzının içselliğinin kaynağı olmasından değil, ekonomik faaliyet düzeyi üzerinde etkili olmasından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla merkez bankalarının, bankaların ekonomide kırılganlık yaratan ve uygulanan para politikasının başarısını etkileyecek davranışlarını dikkate alması gerekmektedir. Başka bir ifadeyle merkez bankası bürokratlarının, bankacılık kesiminden daha atak davranarak para politikasının istenilen sonuçlara ulaşmasını sağlamalıdır.

Para arzının belirlenme sürecinde faiz oranı ve rezerv miktarının belirlenmesinde büyük inisiyatife sahip olan ve nihai borç verme rolünde daha dikkatli bir merkez bankası yanında, finansal piyasaların likidite tercihi, belirsizlik, finansal yenilikler, kredi tayinlaması, kâr bekleyişleri, finansal kırılganlıklar gibi faktörlerin de önemli olduğu söylenebilir. Para politikasının, finansal istikrarı veya sadece faiz oranının istikrarını sağlamak için yetersiz olmasından dolayı, büyük ölçüde kredi kontrollerinin ve düzenlemelerin, finansal yeniliklerin yol açtığı istikrarsızlık ve faiz oranındaki değişikliği önlemek için gerekli olduğu söylenebilir. Çünkü uygulanan para politikaları finansal kuruluşları daha riskli davranışlara yöneltebilmektedir. Örneğin enflasyonist tehlike karşısında daraltıcı bir politika uygulamak isteyen merkez bankası karşısında, finansal kuruluşların likiditeyi artırıcı uygulamalarda bulunması finansal piyasalarda istikrarsızlık yaratacaktır. Kredi piyasasının talep yanının etkilenmesi gerekmektedir. Eğer talep daha etkin olarak

kontrol edilirse finansal yenilik üzerindeki baskıların zayıflayacağı söylenebilir. Bu şekilde merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarının başarısı olumlu yönde etkilenecek, merkez bankasının finansal piyasalar üzerindeki kontrol gücü artacaktır. Dolayısıyla finansal küreselleşmenin hız kazandığı, para arzını içselleştiren süreçlerin yaşandığı, önemli ve hızlı değişmelerin olduğu modern finansal piyasalarda Post Keynesyen teoride yer alan yapısalcı içsellik yaklaşımı hem teorik hem de etkin iktisat politikası açısından daha güçlü bir araç olarak görülebilir.

Merkez bankasının finansal kurumları denetim altında tutması, makro ekonomik istikrar açısından son derece önemlidir. Çünkü finansal kurumlar finansal yeniliklerle para ve krediyi içsel olarak yaratırken bu finansal yenilikler finansal piyasalarda istikrarsızlığı artırmakta dolayısıyla finansal yenilikler ile finansal kırılganlıklar arasında bir ilişkinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. İstikrarlı bir kurumsal yapıda finansal yatırımcılara kâr fırsatlarının açık olması, kârları maksimize etmek için finansal araçların ortaya çıkması, finansal yeniliklerin yapması ve para otoritelerinin yasal ve yönetsel müdahaleleri finansal sistemin sağlam bir yapıdan kırılgan bir yapıya geçişine neden olmaktadır.

Ekonominin genişleme aşamasında finansal araçlar, miktar kısıtlamasına tabi olsalar bile, ekonomide likidite azalıp riskler artarken faiz oranlarını artırarak, kredi talebini karşılayarak ekonomik gelişmeyi finanse edecektir. Modern kapitalist bir ekonomide finansal sistemin değişen ve gelişen dinamik yapısı, para otoritesinin getirdiği parasal sınırlamaları engelleyerek para arzının içsel olarak yaratılmasına olanak sağlayacaktır.

Ekonomide yaşanan finansal krizler, finansal piyasaların büyük bir tehlikeyle karşı karşıya olduğu ve önlem alınmazsa sistemin çökeceği şeklinde bir korkuya neden olmuştur. Dolayısıyla sistem içerisinde zor durumda olan bankalara gerekli yardımda bulunulması gerekliliği kendini hissettirmiştir. Böylece para otoriteleri bankaların ihtiyaç duydukları rezervleri onlara sağlamaları gerekliliğini kabul etmişler dolayısıyla bu durum da para arzının içselleşmesini sağlamıştır.

Merkez bankalarının finansal başarısızlıkları önlemek için sürekli olarak finansal sisteme müdahale etmeleri ve likidite arzıcısı olarak rollerini genişletmeleri gerekmektedir. Merkez bankası iskonto penceresini varlık portföylerini etkilemede kullanılarak üretken yatırımları desteklerken, spekülâtif amaçlı ve tüketim için borçlanmayı engelleyebilir. Merkez bankasının bankaları denetim altına alması gerekmektedir ve banka yükümlülükleri yerine, bankaların varlıklarını kontrol etmeleri gerekmektedir. Merkez bankası tüm kurumlara iskonto penceresi açarken iskontoya kabul edilecek varlık türlerini büyük ölçüde sınırlandırarak, borçlanan kurumların varlıklarını kontrol edebilecektir. Merkez bankası, kendi koyduğu kurallara uyan bankaları düşük iskonto oranı ile ödüllendirirken, istenmeyen finansal yenilikleri ya tamamıyla yasaklayarak ya da bunları kullanan bankaları iskonto penceresinde reddederek engelleyebilir. Piyasada merkez bankalarının kontrolü dışında ortaya çıkan likidite bu şekilde sınırlandırılabilir ve bu uygulamalar para arzının içselleşme sürecinde uygulanan para politikasının başarısı açısından son derece önemlidir.

Teknolojik gelişmeler sonucunda ortaya çıkan ve süreç yenilikleri olarak adlandırılan yenilikler, Türk finans piyasalarına girmeyi başarmıştır. Ancak gelişmekte olan bir ülke olan Türkiye'nin finansal sistemini, ürün çeşitliliği, kurum ve işlem sayılarına bakarak küçük ve finansal araç çeşidi az bir finansal sistem olarak tanımlamak mümkündür. Türk finansal sistemde banka dışı aracılık kurumlarının gelişmemiş olması sistem içerisinde bankaların ağırlıklı paya sahip olmaları sonucunu doğurmuştur. Bankacılık alanında teknolojik yenilikler yaygın olarak kullanılmaya başlamıştır. Plastik kartlar ülkeye girdikleri günden itibaren sayı ve işlem miktarı olarak hızlı bir gelişme göstermektedir. Bankacılık sistemi yoğun rekabet ortamında ayakta kalabilmek için mevcut gelişmeleri yakında takip etmek zorunda kalmış, bunun sonucunda hizmet anlayışında büyük değişimler yaşanmıştır. Müşterilerin artan ve sürekli değişen taleplerini karşılamak amacıyla bir çok yeni hizmet türü bu sektörde uygulanmaya başlamıştır. Bu uygulamalara otomatik vezne makineleri(ATM), nokta satış terminalleri(POS), internet bankacılığı, telefon bankacılığı hizmetleri örnek olarak gösterilebilir.



Finansal yenilikler; para arzı, para talebi ve aktarım mekanizmasında da değişiklikler yaratmaktadır. Para arzı tanımları değişmektedir. Para arzlarının alt kalemlerinin likiditelerine göre sınıflandırılması geçmişe göre daha zor hale gelmektedir. İkincil piyasaların ortaya çıkması ve hızla gelişmesi ile vadelerin kısalması likiditeye göre para arzı sınırlamalarını belirlemede güçlükler yaratmaktadır. İkincil piyasaların gelişmesi ve vadelerin kısalması likit varlıkların geçmiş dönemlere göre hızlı bir şekilde artmasına sebep olmaktadır. Ayrıca repo gibi yeni ortaya çıkan yatırım araçlarının da para arzı tanımları içinde yer alma zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Finansal alanda yaşanan hızlı değişimin ortaya çıkardığı yeni finansal araçlar para tanımlarında karmaşaya yol açmaktadır. Standart para tanımları yapmak güçleşmiş ve farklı para tanımları ortaya çıkmıştır. Bugün için geçerli olan para tanımı çok kısa bir süre içerisinde geçerliliğini kaybetmektedir. Merkez Bankaları para politikasını uygularken ve para arzını belirlerken paranın dolaşım hızındaki değişimleri dikkate almak zorundadır. Teknolojik gelişme ve finansal yeniliklerle ortaya çıkan yeni dönemde Merkez bankalarına ödeme sisteminde bazı sorumluluklar düşmektedir. Merkez Bankasına yeni ortamda düşen sorumluluk etkinliği sağlamaktır.

Alternatif ödeme araçlarının sisteme girmesi, diğer bir ifadeyle bir takım kurumların elektronik ortamda kendi paralarını yaratmaları ile sisteme satın alma gücü anlamında yeni bir para girmektedir. Bu para merkez bankasının yarattığı para ile desteklenmektedir. Yani satın alma gücü dolaşımdaki para ile belirlenmemektedir. Eğer alternatif ödeme araçları dolaşımdaki nakit miktarının epeyce büyük bir kısmını ikame ediyorsa böyle bir durumda sistemde, satın alma gücü anlamında para yaratılmış olur. Sonuçta talep bu yaratılan para kadar artacak ve bu durum makro büyüklükleri etkileyecektir. Alternatif ödeme uygulamaları ile birlikte merkez bankasının parasal göstergeler üzerindeki kontrolleri zayıflamakta, para arzı, döviz kuru bundan etkilenmekte ve geniş kapsamlı finansal krizlere yol açabilmektedir. Ancak temel olarak alternatif ödeme araçlarının diğer paralardan farklı olmadığını, dolayısıyla bu tür para kullanımının para politikası üzerine olan etkisinin önemsiz düzeyde kalacağı söylenebilir.

Finansal piyasalarda 1990'lerden beri yaşamakta olan ilerleme ve para arzının içselleşme süreci, nakit para talebini azaltmaktadır. Nakit para talebinin azalmasının temel nedeni, kart tabanlı yeni elektronik ödeme araçlarının veya diğer bir ifadeyle yeni parasal araçların ortaya çıkmasıdır ve söz konusu bu araçların günlük alışveriş işlemlerinde nakit para kullanımını gerektirmemektedir. Nakit para kullanımının azalması, parasal aktarım mekanizmasının işleyişinin aksamasına neden olmaktadır. Bu problemin çözülmesinin ve böylece para politikasının etkinliğinin artırılmasının tek yolu ise piyasaların para otoritesine yönelik güvenini artırmaktan geçmektedir. Para politikasının etkin olmasını diğer bir ifadeyle fiyat istikrarı amacının gerçekleştirmesini isteyen para otoritelerinin para politikasını, siyasi baskılardan arındırılmış olarak güvenilir, şeffaf, hesap verilebilir ve bir kural dahilinde uygulaması gerekmektedir.

Tezin amaçları açısından son dönemdeki finansal piyasaların ve finansal yeniliklerin nasıl bir gelişme gösterdiği ortaya konulmaya çalışılmıştır. Finansal yeniliklerin para arzını içselleştiren etkisi, yapısalcı Post Keynesyen yaklaşımın bu konudaki görüşleriyle uyumludur. Türkiye'de tüketici kredi kartları kullanımı ve diğer finansal araçların kullanımındaki artışlar bireylerin nakit kullanma alışkanlıklarının değiştiğinin göstergesidir. Dolayısıyla dolaşımdaki para miktarı doğrudan etkilenmektedir ve para arzının içselleşme sürecini etkilemektedir. Finansal yenilikler sayesinde ekonomik birimlerin nakit paraya ihtiyaç duymadan ticari işlemlerin gerçekleştirilebildiğini göstermektedir. Bu açıdan Türkiye'deki finansal yeniliklere ilişkin göstergeler para arzı içselliği yaklaşımıyla uyumludur.

Tezin ekonometrik kısmında mevduatlar ile bankacılık kesimi toplam kredi stoku arasındaki nedensellik ilişkisinin 1986-2009 arası dönem için ele alınmasının nedeni Post Keynesyen yazında vurgulanan kredi mevduat ilişkisinin Türkiye ekonomisi için geçerliliğini ortaya koymaktır. Yapılan ekonometrik çalışmada kredilerden mevduatlara doğru nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Bankaların verdikleri krediler, kredi alanlar tarafından bankalarda mevduat olarak tutulmaktadır. Mevduatlar ise çarpan etkisiyle para arzını artırmaktadır. Dolayısıyla bankaların verdikleri krediler para arzını içselleştirmektedir. Bankaların finansal sistem

içerisinde önemli bir yer tutması reel ekonomiye kaynak aktarımının da bankalar üzerinden gerçekleşmesine yani kredi kanalının etkin olmasına neden olmuştur. Türkiye’de firmalar finansman kaynakları açısından büyük oranda banka kredilerini kullanmıştır. Bankaların firmalara açtıkları krediler arttıkça para arzı da artacaktır. Çünkü kredi artışı mevduat artışına neden olacaktır. Mevduat artışı da para arzını artıracaktır.

## KAYNAKÇA

ABAAN, E.D. "Merkez Bankaları ve Türev Piyasa Riskleri", **Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği. No:2002/2**, Ankara, 2002.

ACAR BALAYLAR, Nilgün ve Aylin Abuk Duygulu. "Türkiye'de Para İkamesi Olgusu ve Para Talebinin İstikrarı", **DEU İİBF Dergisi**, Cilt: 19, Sayı: 2, 2004.

AKDİŞ, Muhammet. **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Yayınları, İstanbul, 2000.

ARESTİS, P. ve M. Biefang-Frisancho. "The Endogenous Money Stock: Empirical Observations From The United Kingdom", **Journal of Post Keynesian Economics**. 17 ,1995.

ARESTİS, P. ve P. Howells. "Theoretical Reflections on Endogenous Money: The Problem With Convenience Lending", **Cambridge Journal of Economics**. 20(5), 1996.

ARESTİS, P. " PKE Theoretical Aspects of Money and Finance, in: P. Arestis (Ed) Money, Pricing, Distribution and Economic Integration", **Macmillan**. London, 1997.

ARESTİS P. ve P. Howells. "The Supply of Credit Money and The Demend For Deposits:A Reply", **Cambridge Journal of Economics**, 23,1999, ss.115-119.

ARESTİS P. ve M. Sawyer. "Does The Stock Of Money Have Any Significance?", **Banca Nazionale del Lavarò**, 56(225), 2003.

ARNON, Arie. "The Early Round of The Bullionist Debate 1800-1802: Boyd, Baring and Thornton's Innovative Ideas", **34 th Annual Meeting of the History of Economics Society**, 2007.

AUBRY Y. ve L. Nott. "Measuring Transaction Money In A World Of Financial Innovation", **Annual Bank of Canada Conference Paper**, 1999.

BERTOCCO, G. "Is Kaldor's Theory Of Money Supply Endogeneity Still Relevant?", **Metroeconomica**, 52, 2001.

BERTACCO, G. "Some Observations About The Endogenous Money Theory", <http://eco.uninsubria.it>, 2006

BİBOW, J. "On Keynesian theories of liquidity preference", **The Manchester School**, 66, 1998.

BİLGİN Mehmet Hüseyin ve Fikret Kartal. "Türkiye'de Enflasyon ve Bankacılık Sektörü Kredileri: 2002-2008 Dönemi Üzerine Bir İnceleme", **Maliye Finans Yazıları**, Sayı 85, Yıl 23, 2009.

CECCHETTİ, S. "The New Economy and The Challenges For Macroeconomic Policy", **Working Paper Series 8935**, 2002.

CENCİNİ, A. "Monetary Macroeconomics, a New Approach", **London and New York: Routledge**, 2001.

CHACKO George, Sjöman Anders, Motohashi Hideto, Dessian Vincent. "Credit Derivatives: A Primer on Credit Risk, Modeling and Instruments", **Wharton School Publishing**, 2006.

GHATAK Subrata, Chris Milner, Utku Utkulu. "Export, Export Composition and Growth: Cointegration and Causality Evidence for Malaysia", **Applied Economics**, Vol: 29, No: 2., 1997.

CHİCK, Victoria. "The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment, and Interest", **Economies et Sociétés**, 20, 1986, ss.111-126

CHICK, Victoria. "Keynesian, Monetarist and Keynes: The End of The Debate-or a Beginning?", **St. Martin's Press**, 1992.

CHICK V. ve S. Dow. "Monetary Policy with Endogenous Money and Liquidity Preference: A Nondualistic Treatment ", **Journal of Post Keynesian Economics**, 24(4), 2002.

CLEAVER, Tony. "Understanding World Economy", 2 nd ed., **Routledge**, London and New York., 2002.

COTTRELL, A. "The Endogeneity Of Money And Money–Income Causality", **Scottish Journal Of Political Economy**, 33, 1986.

CURRIE, Lanchin. "The Supply and Control of Money in the United States", Cambridge, Mass: **Harvard University Press**, 1934.

ÇAĞLAR, Ünal. **Döviz Kurlarının Belirlenmesi, Uluslar arası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, Alfa Yayınları, 2003.

DANZIEL, P. "Money, Credit and Price Stability", **Routledge**, London, 2001.

DAVIDSON, P. "Money and the Real World", 2nd edn, **London: Macmillan**, 1978.

DAVIDSON, P. "Post Keynesian Economics: Solving The Crisis in Economic Theory", **The Public Interest-Special Edication**, 1980.

DAVIDSON, P. "International Money and The Real World", **London: Macmillan**, 1982.

DAVİDSON, P. "Reviving Keynes's Revolution", **Journal of Post Keynesian Economics**, 6(4), 1984.

DAVİDSON, P. "A Technical Definition of Uncertainty And The Long Run Non-Neutrality Of Money", **Cambridge Journal of Economics**, 12(3), 1988.

DAVİDSON, P. "On The Endogeneity of Money Once More", **Journal of Post Keynesian Economics**, 11, 1989.

DAVİDSON, P. "Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-First Century", **Aldershot, Edward Elgar**, 1994.

DEMİR, Faruk, Ayşegül Karabıyık, Emine Ermişoğlu, Ayhan Küçük. "ABD Mortgage Krizi" **Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Çalışma Tebliği**, Sayı:3, 2008.

DOĞRUEL, Fatma, A.Suat. "Türkiye'de Enflasyonun Tarihi", **TCMB ve Türkiye Ekonomisi Toplumsal Tarih Vakfı Yayını**, 2005.

DOLANAY, Sıtkı Selim. "Schumpeter Sisteminde yenilikler, ekonomik gelişme ve devresel Hareketler", **Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi**, Yıl:1, Cilt:1, Sayı:2, 2009.

DOW A.C. ve S.C. Dow. "Endogenous Money Creation and Idle Balances", in J. Pheby (ed.). **New Directions in Post-Keynesian Economics**. Aldershot:Edward Elgar, 1989.

DOW, S.C. "Horizontalism: a critique", **Cambridge Journal of Economics**, 20., 1996.

DOW, S.C. ” Endogenous Money”, in: **G.C. Harcourt & P. A. Riach (Eds) A ‘Second Edition’**, 1997.

DOW S. C. ve C. Rodríguez-Fuentes. ”The political economy of monetary policy, in: P.Arestis & M. Sawyer (Eds) **The Political Economy of Central Banking** (Cheltenham, Edward Elgar), 1998.

DOW S. C. ve J. Smithin ” The Structure of Financial Markets And The ‘First Principles’ of Monetary Economics” **Scottish Journal of Political Economy**, 46, 1999.

DYMSK  Gray ve Robert Pollin, ”Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of The Wall Street Paradigm”, In Steven Fazzari and Dimitri Papadimitriou, eds. **Financial Conditions and Macroeconomic Performanse. Armonk, N.Y.: M.E.Sharpe**, 1992.

EREN Aslan ve Süslü Bora. “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”, **Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz  zel Sayısı I**, Yıl 7, Sayı 41, Ankara, 2001.

ERGÜL, Yaşar Tamer. ”Ekonomik İstikrarsızlıkları Anlamada Minsky’nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi”, Anadolu Üniversitesi SBE, Doktora Tezi, 2005.

EROĞLU, Nadir. **Finansal Küreselleşme: Devletin Düzenleyici Rolü  zerine Etkileri; Küreselleşme: İktisadi Yönelimler Sosyo-politik Karşıtlıklar**, Om Yayınevi, İstanbul, 2002.

EROĞLU, Nadir. ”Türkiye’de 1990’lı ve 2000’li Yıllarda Para Politikaları” **Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt XXVI, Sayı 1, 2009.

GİLES David, E. A. Judith Giles, Ewen McCann. ”Causality, Unit Roots and Export and Export –Led Growt: The New Zeland Experience”, **Journal of International Trade and Economic Development**, Vol:1., 1993.



GNOS, C. "The Endogenous View of Money: The Nature of Money at Issue Mimeo", **University Of Bourgogne**, 1999.

GOODHART, C. A. "Bank Insolvency and Deposit Insurance: A Proposal, İn: P. Arestis(Ed) Money And Banking: Issues For The Twenty-First Century", **Macmillan**, London, 1993.

GOODHART, C. "Can Central Banking Survive the IT Revolution?", **International Finance 3**, 2000.

GRAZIANI, A. "The Theory of The Monetary Circuit, İn: M. Musella & C. Panico (Eds) The Money Supply İn The Economic Process: A Post Keynesian Perspective", **Aldershot, Edward Elgar**, 1995.

GRAZIANI, Augusto. **The Monetary Theory of Production**, Cambridge University Press, 2003.

GÜLOĞLU, Bülent. "İstikrar Programından İstikrarsızlığa (Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri)", **Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı I.**, 2001.

GÜLOĞLU, Bülent ve Ender Altunoğlu. " Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri" **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**. No:27, 2002.

GÜNAL, Mehmet. **Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikasına Uygulaması**, İMKB Yayınları, İstanbul, 2001.

FONTANA, G. " Post Keynesians and Circuitists on Money and Uncertainty: An Attempt at Generality", **Journal of Post Keynesian Economics**, 23, 2000.

FONTANA G ve E. Venturino. "Endogenous Money: An Analytical Approach", **Scottish Journal of Political Economy**, 2003.

FONTANA, Giuseppe. "Post Keynesian Approaches to Endogenous Money: A Time Framework Explanation", **Review of Political Economy**, Volume 15, Number 3, 2003.

HELL, David. "Global Transformations, Politics, Economics and Culture", **Polity Press**, Cambridge, U.K., 1999.

HEWITSON, G. "The Post-Keynesian 'Demand for Credit' Model", **Australian Economic Papers**, 36, 1997.

HOWELLS, P. "Endogenous money", **International Papers in Political Economy**, 2n., 1995.

HOWELLS P. ve K. A.Hussein. "The Endogeneity of Money: Evidence from the G7", **Scottish Journal of Political Economy**, 45 (3), 1998.

ISHIKURA, Masao. "Marx's Theory of Money and Monetary Production Economy", **Hitotsubashi Journal of Economics**, 2004.

IŞIK, Sayım. **Para Finans ve Kriz**, Akçağ Basım Yayım, 2004.

KAHYAOĞLU H. ve Sayım Işık. "Para Arzının İçselliği Hipotezi: Türkiye'den Bulgu(1987-2007)" **EconAnadolu 2009 Sunuş Tebliği**, 2009.

İNAL, Duygu Güneş. "Türkiye'de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerindeki Etkisi", TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi, Ankara, 2006.

KALDOR N. ve J. Trevithick. "A Keynesian Perspective on Money", **Lloyds Bank Review**, 1981.

KALDOR, Nicolas. **The Scourge of Moneterism**, Oxfort: Oxfort University Press, 1982.

KALDOR, N. **How Monetarism Failed**, Challange,1985, ss. 4-13.

KALECKİ, M. **Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy**, Cambridge University Press, 1971.

KANDİLLER, Rıza. "1990'lı Yıllarda İzlenen Para Politikaları ve Değerlendirilmesi", **Hazine Dergisi**, Sayı 7, 1997.

KANSU, Aydan. **Türkiye'de 1994 ve 2001 Krizleri**, Derin Yayınları, İstanbul, 2004.

KANSU, Aydan. "Para Politikasında Şeffaflık ve Enflasyonist Beklentilerin Yönlendirilmesi", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 8(1), 2007, ss.59-71.

KETENCİ, Görkem. "Finansal Yeniliklerin Banknot Kullanımına Etkileri", Uzmanlık Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Banknot Matbaası Genel Müdürlüğü, Yeterlilik Tezi. Ankara, 2005.

KEYDER, Nur. **Para,Politika,Uygulama**, Beta Dağıtım, 7.Baskı, Ankara, 2000.

KEYNES, J. M. "The Exante Theory of The Rate of Interest", **Economic Journal**, 1937.

KEYNES, J.M. **Comments on: D.H. Robertson, Mr. Keynes and 'Finance'**, in: **J.M. Keynes, The Collected Writings**, Macmillan Press, Vol. XIV, London, 1938.

KEYNES, J.M. **The Consequences to The Banks of The Collapse of Money Values, İn: J. M. Keynes The Collected Writings**, Macmillan Press, Vol. IX, London, 1972.

KEYNES, J. M. **The General Theory and After: Part 1, Preparation**, Mcmillan Press, London, 1973.

KEYNES, J. M. **The Distinction Between A Co-Operative Economy and An Entrepreneur Economy, İn: J.M. Keynes, The Collected Writings**, Macmillan Press, vol. XXIX, London, 1973.

KOVANCILAR Birol ve Mustafa Midyat. **Globalleşen Dünyada Türkiye'nin Yeri**, Kadir Has Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2004.

KÖRE, Aylin Çiğdem. "Para-Sermayenin Yeniden Yapılandırılması: Türk Özel Bankacılık Sektörü Örneği", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 4(2), 2003.

KUTLAR, Aziz. **Uygulamalı Ekonometri**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2005.

KÜÇÜKKALAY, Abdullah Mesud. **İktisadi Düşünceler Tarihi**, Beta Yayınları, İstanbul, 2008.

LANGUS Gregor ve Willen Lipotav. "Assess The "Real-Bills Doctrine" And The 'Principle of Reflux' Which Figured Prominently In The Three Cornered Debates Between The Currency School, The Banking School, and The Free Banking School In Mid-Nineteenth Century England", **Central European University Department of Economics**, 2001.

LAVOİE, M. "Foundations of Post-Keynesian Economics", **Aldershot, Edward Elgar**, 1992.

LAVOÏE, Marc. "A Post-Keynesian Alternative to New Consensus on Monetary Policy", Paper presented at the conference Economic Policies: Perspectives From The Keynesian Orthodoxy ADEK Conference organized by Centre d'Etudes Monétaires et Financières, Université de Bourgogne, Dijon, 2002

LAVOÏE, Marc. **Introduction to Post Keynesian Economics**, Palgrave Macmillan, The University of Minnesota Press, Minneapolis Third Edition, 2006.

LUCAS, R. **Studies in Business Cycle Theory**, Cambridge, MA: MIT Press, 1981.

MARTINO, Paolo Di. "Was the Bank of England Responsible for Inflation During the Napoleonic Wars (1807-1815)? Some Preliminary Evidence from Old Data and New Econometric Techniques", **Discussion Paper n.33.**, 2004.

NIGGLE, C. J. "The Endogenous Money Supply Theory: An Institutional Appraisal", in: M. Musella & C. Panico (Eds) *The Money Supply in the Economic Process: A Post Keynesian Perspective*, Aldershot, Edward Elgar, 1991.

MINSKY, Hyman. "Central Banking and Money Market Changes", **Quarterly Journal of Economics**, 1957.

MINSKY, Hyman P. "John Maynard Keynes", **Columbia University Press**, 1975.

MINSKY, H. P. "Can 'It' Happen Again? Essays on instability and finance", **M.E. Sharpe**, New York, 1982.

MINSKY, Hyman. **Stabilizing an Unstable Economy**, New Haven, Conn: Yale University Press, 1986.

MISHKIN, F.S. "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol.9, Issue 4, 1995.

MİSHKİN, F.S. "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", 5 th edn (Reading, MA, Addison-Wesley), 1998.

MOOKERJEE R. ve G. Peebles. "Endogenous Money in China: Insights on Recent Policies", **Journal of Asian Economics**, Vol:9. No:1, 1998.

MOORE, B.J. ve Threadgold A. "Corporate Bank Borrowing in the UK, 1965-81", **Economica**, 52, 1985.

MOORE, B.J. **Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money**, Cambridge University Press, Cambridge, 1988.

MOORE, B.J. "Has the demand for Money Been Mislaid? A reply to 'Has Moore become too horizontal? " **Journal of Post Keynesian Economics**, 1991.

MOORE, B.J. "Money supply endogeneity: 'Reserve price setting' or 'reserve quantity setting? ", **Journal of Post Keynesian Economics**, 13, 1991, ss.404-413.

MOORE, B. J. "Some Reflections on Endogenous Money", in: L.P. Rochon & M. Vernengo (Eds)Credit, Interest Rates and the Open Economy, **Edward Elgar**, Cheltenham, 2001.

MÜSLÜMOV Alövsat, Mübariz Hasanov, Cenktan Özyıldırım. "Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri", **TÜGİAD ekonomi ödülleri 2002, Bilimsel Eser Yarışması Birincilik Ödülü**, 2002.

NELL, Kevin. "The Endogenous/exogenous Nature of South Africa's Money Supply Under Direct and Indirect Monetary Control Measures", **Journal of Post Keynesian Economics**, 23 (2), 1999.

ÖZGÜR, Gökçer. "İçsel Para Teorisine Genel Bir Bakış", **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: 26, 2008.

ÖZGÜR G. ve K. Ertürk. "Endogenous Money in the Age of Financial Liberalization", **University of Utah Department of Economics Working Paper Series**, No: 2008-06, 2008.

PALLEY, T. I. "The Endogenous Money Supply: Consensus and Disagreement", **Journal of Post Keynesian Economics**, 1991.

PALLEY, Thomas. "Competing Views of the Money Supply", **Metroeconomica**, 45, 1994.

PALLEY, Thomas. "Accommodationism Versus Structuralism: Time for an Accommodation" , **Journal of Post Keynesian Economics**, 18, 1996.

PALLEY, Thomas. "Endogenous Money: What it is and Why it Matters", 2001.

PARASIZ, İlker. "Türkiye'de Para Arzı İçsel mi Dışsal mı?" , **Activeline**, 2004.

POLLİN, R. "Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence", **Journal of Post Keynesian Economics**, 13,1991, ss.366-396.

POLLİN R. ve Gary Dymksi. "Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm", **Financial Conditions and Macroeconomics Performance**, New York; M.E Sharpe, 1992.

ROCHON, L.P. "Keynes's Finance Motive: A Re-assessment. Credit, Liquidity Preference and The Rate of Interest", **Review of Political Economy**, Vol:9. No:3, 1997.

ROCHON, L.P. "Credit, Money and Production: an Alternative Post Keynesian Approach", (**Cheltenham, Edward Elgar**), 1999.

ROCHON, L. P. "The Creation and Circulation of Endogenous Money: A Circuit Dynamic approach", **Journal of Economic Issues**, 33, 1999.

ROCHON P. ve Rossi Sergio. "Endogenous Money: The Evolutionary Versus Revolutionary Views", **Gennaio**, No:14, 2006.

ROGERS, C. **Money, Interest and Capital: A Study in the Foundations of Monetary Theory**, Cambridge University Press, Cambridge, 1989.

ROUSSEAS, Stephen. "A Markup Theory of Bank Loan Rates", **Journal of Post Keynesian Economics**, VIII, 1., 1985.

ROUSSEAS, S. **Post Keynesian Monetary Economics**, M. E. Sharpe, New York, 1986.

SAVAŞ, Vural. **Keynesyen İktisat Yıkılırken**, Nobel Yayın Dağıtım, 3.Baskı, 2007.

SAVAŞ, Vural Fuat, **Varsayalım ki" İktisat**, Nobel Yayın Dağıtım, 2.Baskı, Ankara, 2007.

SAWYER, M.C. "Money, Finance and Interest Rates, in: P. Arestis (Ed) Keynes, Money and the Open Economy: Essays in Honour of Paul Davidson", **Cheltenham, Edward Elgar**, Vol.1., 1996.

SCHUMPETER, J. A. "History of Economic Analysis", **London: Routledge**, 1954.



SCHWARZ, Anna. "Currency School, Banking School, Free Banking School in the New Palgrave: A Dictionary on Economics", Volume on Money, ed.: John Eatwell, Murray Milgate and Peter Newman, **MacMillan**, 1987.

SCHUMPETER, J.A. "History of Economic Analysis", (**London,Routledge**), 1994.

SCHROEDER, Susan K. "A Minskian Analysis of Financial Crisis in Developing Countries", Center for Economic Policy Analysis, **New School University**, New York, 2002.

SHANMUGAM Bala, M.Nair ve O.W.Li. "The Endogenous Money Hypothesis: Some Evidence from Malaysia (1983-2000)", **Journal of Post Keynesian Economics/Summer**, 25, 4, 2003.

SMİTHİN, J. "Controversies in Monetary Economics: Ideas, Issues and Policy", (**Aldershot,Edward Elgar**), 1994.

ŞÜKRÜ, Binay ve Kürşat Kunter. "Türkiye'de Mali Liberalleşme Çabalarında Merkez Bankasının Rolü", **TCMB Yayını**, Ankara, 1998.

TAYLOR, Lance. **Reconstructing Macroeconomics, Structuralist Proposals and Critiques of the Mainstream**, Harvard University Press, London, 2004.

TBB, **Bankalarımız 2009**,Yayın No: 267, 2010.

TCMB, "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", 2001

[http://http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko\\_program/program.doc](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.doc) (27.04. 2010).

TCMB,Yıllık Rapor 2005.

TCMB,Yıllık Rapor 2008.

TCMB, "Finansal İstikrar Raporu", 2010.

TOBİN, J. "The Commercial Banking Firm: A Simple Model", **Scandinavian Journal of Economics**, Vol:84, No:4, 1982.

TOBİN, J. "Nobel Lecture: Money and Finance in the Macro-Economic Process, Journal of Money", **Credit and Banking**, vol. 14,1982, ss.171-204.

TOBİN, James, "Commercial Banks as Creators of Money", in D,Carson(ed), **Banking and Monetary Studies**, 1993.

TOGAY, Selahattin. "Finans Güdüsüyle Para Talebi: Önemi ve Yarattığı Sonuçlar ", **Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: 13, Sayı:1,1998, ss.133-144.

TOGAY, Selahattin. "Paranın ve Bankacılık Sektörünün Evrim Süreci", **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, 1998.

UTKULU, Utku, M.Güneş, Ş.Üçdoğruk ve M.V. Pazarlıoğlu. "Cointegration Analysis: Introductory Survey with Application to Turkey", **I.Ulusal Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu Bildirileri**, İzmir, 1993.

VERA, A. Palacio. "The Endogenous Money Hypothesis: Some Evidence from Spain (1987-1998)", **Journal of Post Keynesian Economics/Spring**, 23, 2001.

WILLIAMSON J. ve M. Mahar. "A Survey of Financial Liberalization", **Essays In International Finance**, No:211, 1998.

WOODFORD, M. "Monetary Policy in the Information Economy", Symposium on Economic Policy for the Information Economy". **Federal Reserve Bank of Kansas City**, Jackson Hole, Wyoming, 2001.

WRAY, Randall. "Profit Expectation and the Investment-Saving Relation", **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol 11, No.1., 1988.

WRAY, L.R. "Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach", **Aldershot, Edward Elgar**, 1990.

WRAY, Randall. "Commercial Banks, Central Bank and Endogenous Money" **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol.14, No.3, 1992.

WRAY, L.R. "Keynesian Monetary Theory: Liquidity Preference or Black Box horizontalism?", **Journal of Economic Issues**, 29, 1995.

WRAY, L.Randall. "Endogenous Money: Structuralist and Horizontalist", **The Levy Economics Institute of Board College**, Working Paper No:512, 2007.

YARDIM, Özlem. "Finansal Yenilikler ve Ekonomik Etkileri", Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi SBE, Yüksek Lisans Tezi, 2005.

YENTÜRK, Nurhan, "Krizde Kilitlenmek, Türkiye Ekonomisi'nin Çeyrek Yüzyıllık Yolculuğu", **İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları**, 2005.

YILDIRIM K. ve D. Karaman. "Makroekonomi", **Eğitim Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı**, Yayın No: 145, Eskişehir, 2001.

YUMUŞAK İbrahim Güran, Cemil Erarslan "Yeni Ekonominin Para Politikaları Üzerindeki Etkisi".

<http://iibf.ogu.edu.tr/kongre/bildiriler/08-01.pdf> (23.05.2010).