

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

**FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKALARI
ÜZERİNE ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Burcu BİLİR

Danışman
Doç. Dr. Yaşar Uysal

2006

Yemin Metni

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “**Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği**” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

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

Burcu BİLİR

İmza

YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI

Öğrencinin

Adı ve Soyadı : Burcu BİLİR
Anabilim Dalı : İktisat
Programı : Para Banka
Tez Konusu : Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları
Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün tarih ve Sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliğinin 18.maddesi gereğince yüksek lisans tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI OY BİRLİĞİ ile O
DÜZELTME O* OY ÇOKLUĞU O
RED edilmesine O** ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır. O***
Öğrenci sınava gelmemiştir. O**

* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.
** Bu halde adayın kaydı silinir.
*** Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

Tez burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir. Evet
Tez mevcut hali ile basılabilir. O
Tez gözden geçirildikten sonra basılabilir. O
Tezin basımı gerekliliği yoktur. O

JÜRİ ÜYELERİ

İMZA

..... Başarılı Düzeltme Red

..... Başarılı Düzeltme Red

..... Başarılı Düzeltme Red

ÖZET
Yüksek Lisans Tezi
Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği

Burcu BİLİR

Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı
Para ve Banka Programı

Teorik temelleri uzunca bir geçmişe sahip olan finansal serbestleşme (liberalleşme) fikri, özellikle 1970'lerin başında Bretton-Woods sisteminin yıkılması sonrasında önem kazanmış, 1980'lerin ikinci yarısı ve 1990'lı yıllarda tüm dünyaya yayılmıştır. Finansal serbestleşme uygulamaları, bu sürece ayak uydurmak ve finansal bütünleşmenin getireceği faydalardan yararlanmak isteyen bazı ülkelerde olumlu sonuç verirken, birçok ülkede ekonomik ve sosyal maliyeti yüksek krizlere neden olmuştur. Bu ikilem, finansal liberalizasyon ve bu süreçte uygulanan politikaların etkinliği konusundaki tartışmaları artırmış, konunun daha detaylı incelenmesi gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

Finansal serbestleşme uygulamaları ile birlikte sermaye hareketleri üzerindeki kontroller kaldırılmış, bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler, gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya ölçeğindeki hareketine imkan sağlamış, mali piyasaların globalleşmesine ve entegrasyonuna katkı yapmıştır. Böyle bir ortamda finansal piyasalar arasındaki etkileşim giderek artmış ve para piyasaları uluslararası bir nitelik kazanmıştır. Bu durum para politikası uygulamalarını zorlaştırmış ve daha fazla dikkat gerektiren bir konu haline getirmiştir.

Finansal serbestleşme süreci para politikalarını önemli ölçüde etkilemiş, para politikası ile ulaşılmak istenilen nihai amaç ve bu amaca ulaşabilmek için

kullanılacak araç ve stratejiler farklılaşmıştır. Bu süreçte, fiyat istikrarı para politikasının temel amacı haline gelmiş, piyasa bazlı para politikası araçları ve enflasyon hedeflemesi stratejisi ön plana çıkmıştır. Türkiye’de finansal serbestleşme süreci 1980 yılında başlamış, 1989 yılından itibaren hız kazanmıştır. Birçok gelişmekte olan ülke gibi, Türkiye de finansal liberalizasyon sürecine ayak uydurmakta zorlanmış ve para politikası uygulamalarında yeterince etkili olamamıştır.

Anahtar Kelimeler: 1) Liberalizasyon, 2)Finansal Serbestleşme, 3)Para Politikaları, 4)Merkez Bankası, 5)Türkiye Ekonomisi

ABSTRACT

Master Thesis

**The Effects of Financial Liberalisation on
Currency Policies : The Case of Turkey**

Burcu BİLİR

Dokuz Eylul University

Institute of Social Sciences

Department of Economics

Programme of Money and Banking

The idea of financial liberalisation, which has a considerable history of theoretical basis, has become important especially after the collapse of Bretton-Woods system which was present early in 1970's and has emanated all over the world in the second half of 1980's and in 1990's. While the applications of financial liberalisation have yielded positive results in some countries which desired to keep up with this process and to benefit from the advantages of financial integration, they have caused several crisis of prohibitive economical and social costs in many countries. This dilemma has raised more debates on the efficiency of the policies applied during this process and it has become obvious that the subject should be analysed in further details.

With the applications of financial liberalisation, the controls on capital movement have been removed, the developments on information and communication technology have enabled the movement of funds on world scale in developed countries, and the globalisation and integration of financial markets have been promoted. In such an environment, the interaction between financial markets has gradually accrued and foreign markets have become international. This has complicated the application of currency policies and has rendered it a more demanding subject.

As the process of financial liberalisation has significantly effected currency policies, the ultimate goal to be achieved by the currency policy and the instruments and strategies have been undergone a change in order to achieve this goal. In this process, price stability has become the basic purpose of currency policy, and the instruments of market-based currency policy and inflation targeting strategy have become more important. In Turkey, financial liberalisation process has started in 1980 and has been gaining speed since 1989. Like many other developing countries, Turkey has been in difficulty to keep up with the process of financial liberalisation and hasn't been significantly effective in the applications of currency policy.

Key Words: 1)Liberalisation, 2)Financial Liberalisation, 3)Currency Policies, 4)Central Bank, 5)Turkish Economy

FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKALARI ÜZERİNE ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YEMİN METNİ	ii
TUTANAK	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	viii
KISALTMALAR	xv
TABLolar LİSTESİ	xviii
GRAFİKLER LİSTESİ	xix
EKLER LİSTESİ	xx
GİRİŞ	xxi

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SERBESTLEŞME VE ETKİLERİ

1. EKONOMİK SERBESTLEŞME	1
1.1. EKONOMİK SERBESTLEŞME FİKRİNİN DOĞUŞU VE GELİŞİMİ.....	4
1.1.1. Klasik Liberal Okullar.....	4
1.1.2. Neo-Liberal Okullar	7
1.2. EKONOMİK SERBESTLEŞMENİN TÜRLERİ.....	10
1.2.1. Dış Ticaretin Serbestleşmesi	10
1.2.2. Finansal Serbestleşme	13
1.2.2.1. Yurtiçi Finansal Serbestleşme.....	15
1.2.2.2. Yurtdışı Finansal Serbestleşme	17
1.3. FİNANSAL SERBESTLEŞMEYE YÖNELİK YAKLAŞIMLAR	19
1.3.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımı.....	20
1.3.2. Yapısalcı Yaklaşım	21
1.3.3. Neo-Keynesyen Yaklaşım.....	23
1.3.4. Post-Keynesyen Yaklaşım	24

1.3.5. Spekülatif Gelişme Modeli	26
1.4. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TARİHSEL GELİŞİMİ.....	27
1.5. FİNANSAL SERBESTLEŞME UYGULAMALARI	29
1.6. FİNANSAL SERBESTLEŞME UYGULAMALARINA YÖNELİK DEĞERLENDİRMELER	32
1.6.1. Finansal Serbestleşmenin Etkileri	32
1.6.1.1. Olumlu Etkileri	33
1.6.1.2. Olumsuz Etkileri	34
1.6.2. Finansal Serbestleşmede Zamanlama ve Sıralama Tartışmaları.....	36
1.6.3. Finansal Serbestleşmenin Olumsuzluklarını Gidermeye Yönelik Politikalar	38

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI VE FİNANSAL SERBESTLEŞME

1. PARA POLİTİKASINA GENEL BİR BAKIŞ	41
1.1. PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI.....	43
1.1.1. Fiyat İstikrarı	44
1.1.2. Tam İstihdam	46
1.1.3. Ekonomik Büyüme	47
1.1.4. Ödemeler Bilançosu Dengesi.....	48
1.1.5. Para Politikasının Diğer Amaçları	49
1.2. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	50
1.2.1 Para Politikasının Dolaylı Araçları	52
1.2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri	53
1.2.1.2. Reeskont Politikası.....	56
1.2.1.3. Zorunlu (Munzam) Karşılıklar Politikası.....	58
1.2.2. Para Politikasının Dolaysız Araçları	59
1.2.2.1. Ticari Banka Kredilerinin Miktar, Vade ve Faiz Oranları Açısından Selektif Kontrolü	60
1.2.2.2. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları	61
1.2.2.3. Disponibilite Uygulaması	61

1.2.2.4. Finansal Aracılara Belli Miktarda Devlet Tahvili ya da Hazine Bonosu Alma Zorunluluğunun Getirilmesi	62
1.2.2.5. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi	62
1.2.2.6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü.....	62
1.2.2.7. Tüketici ve Gayri Menkul Kredilerinin Kontrolü	63
1.2.2.8. Özel Mevduatlar.....	63
1.2.2.9. Merkez Bankasının Moral Takviyesi	63
1.2.2.10. Reklam ve Resmi Olmayan Ögütler	64
1.3. PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ	64
1.3.1. Ara Hedefleme Stratejisi	67
1.3.1.1. Parasal Hedefleme.....	68
1.3.1.2. Kur Çıpası	70
1.3.1.3. Merkez Bankası Bilançosu Hedeflemesi	72
1.3.2. Amaç Hedefleme Stratejisi	73
1.3.2.1. Nominal Milli Gelir Hedeflemesi	74
1.3.2.2. Enflasyon Hedeflemesi	75
2. İKTİSADİ EKOLLERİN PARA POLİTİKASI YAKLAŞIMLARI	78
2.1. Klasiklerin Para Politikası Yaklaşımları	78
2.2. Keynes'in Para Politikası Yaklaşımları	80
2.3. Monetaristlerin Para Politikası Yaklaşımları	82
2.4. Rasyonel Beklentiler Okulunun Para Politikası Yaklaşımları	85
2.5. Arz Yönlü İktisatçıların Para Politikası Yaklaşımları.....	87
2.6. Diğer Yaklaşımların Para Politikası Hakkındaki Görüşleri.....	89
2.6.1. Portföy Dengesi Yaklaşımı	89
2.6.2. Reel Ankes ve Pigou Etkisi.....	90
2.6.3. Kredi Varlığı Tezi	91
2.6.4. Gurley- Shaw Yaklaşımı ve Finansal Araçlar.....	92
2.6.5. Radcliffe Okulu.....	93

3. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKASI	
ÜZERİNE ETKİLERİ	94
3.1. Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Amaç Tercihleri	
Üzerindeki Etkileri	95
3.2. Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Araç Tercihleri	
Üzerindeki Etkileri	98
3.3. Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Strateji Tercihleri	
Üzerindeki Etkileri	102

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME VE PARA POLİTİKALARI

1. FİNANSAL SERBESTLEŞME UYGULAMALARI	109
1.1.1980 ÖNCESİ SERBESTLEŞME ÇABALARI.....	109
1.1.1. 1923-1929 Dönemi (I. Liberal Dönem)	110
1.1.2. 1946-1960 Dönemi (II. Liberal Dönem).....	112
1.2. 1980 SONRASI SERBESTLEŞME UYGULAMALARI	114
1.2.1. Dış Ticaretin Serbestleştirilmesi Öncelikli	
Dönem (1980-1989).....	115
1.2.1.1. İhracatı Teşvik Etmeye Yönelik Uygulamalar.....	116
1.2.1.2. İthalatı Serbestleştirmeye Yönelik Uygulamalar	117
1.2.1.3. Diğer Düzenlemeler	119
1.2.2. Finansal Serbestleşme Öncelikli Dönem (1989 Sonrası Dönem).....	121
1.2.2.1. 32 Sayılı Karar ve TL'nin Konvertibilitesi	121
1.2.2.2. Sermaye Hareketlerindeki Gelişmeler	123
1.2.2.3. Finansal Derinleşme Göstergelerindeki Gelişmeler.....	124
1.2.2.4. Finansal Serbestleşmenin Makro Ekonomik	
Sonuçları	126

2. TÜRKİYE’DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI	130
2.1. 1980 Öncesi Dönemde Para Politikaları	131
2.2. 1980-1989 Döneminde Para Politikaları	133
2.3. 1989 Sonrası Dönemde Para Politikaları	138
2.3.1. 1990-1993 Dönemi	139
2.3.2. 1994 Krizi ve Sonrası Dönem (1994-1999).....	144
2.3.2.1. 5 Nisan Kararları	145
2.3.2.2. 1995-1999 Dönemi	147
2.3.3. 2000 Enflasyonu Düşürme Programı ve Sonrası Dönem	151
2.3.3.1. 2000 Enflasyonu Düşürme Programı	153
2.3.3.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri	154
2.3.3.3. 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Sonrası Dönem	155

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN

PARA POLİTİKALARI ÜZERİNE ETKİLERİNİN ANALİZİ

1. 1980 SONRASI FİNANSAL SERBESTLEŞME VE PARA POLİTİKALARI ÜZERİNE ETKİLERİ.....	159
1.1. Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Amaç Tercihleri Üzerine Etkisi.....	159
1.2. Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Araç Tercihleri Üzerine Etkisi.....	163
1.3. Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Strateji Tercihleri Üzerine Etkisi	168
2. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKALARI ÜZERİNE ETKİLERİNİN NİCEL ANALİZİ.....	171
2.1. Amaç Değişkenler Açısından.....	171
2.1.1. Fiyat İstikrarı Açısından.....	171

2.1.2. Kur İstikrarı Açısından.....	175
2.1.3. Faiz İstikrarı Açısından.....	178
2.1.4. Cari İşlemler Dengesi Açısından	181
2.1.5. Sermaye Hareketleri Açısından.....	184
2.1.6. Büyüme Açısından.....	188
2.1.7. İstihdam Açısından	193
2.2. Araç Değişkenler Açısından	196
2.2.1. Reeskont ve Zorunlu Karşılıklar Politikası	197
2.2.2. İnterbank Para Piyasası ve Açık Piyasa İşlemleri	201
2.3. Stratejiler Açısından.....	207
2.4. Finansal Serbestleşme, Para Politikaları ve Merkez Bankası	
Analitik Bilançosu	209
2.4.1. Analitik Bilançoda Yer Alan Kalemler.....	210
2.4.2. Analitik Bilanço Analizi	211
2.4.2.1. Analitik Bilanço Kalemlerinin Gelişimi	212
2.4.2.2. Analitik Bilançodan Türetilen Rasyoların	
Gelişimi.....	220
2.4.2.2.1. Dış ve İç Varlıkların Aktif Toplamı	
İçindeki Payı	220
2.4.2.2.2. Hazine Borçları ve Bankacılık Sektörüne	
Açılan Kredilerin Aktif Toplamı İçindeki Payı	221
2.4.2.2.3. Değerleme Hesabının Aktif Toplamı	
İçindeki Payı	223
2.4.2.2.4. Toplam Döviz Yükümlülükleri ve Merkez	
Bankası Parası'nın Toplam Yükümlülükler	
İçindeki Payı	225
2.4.2.2.5. Dış Varlıkların Toplam Döviz Yükümlülükleri	
İçindeki Payı	226

2.4.2.2.6. Emisyonun Merkez Bankası Parası	
İçindeki Payı	227
2.4.2.2.7. Açık Piyasa İşlemlerinin Toplam Yükümlülükler	
İçindeki Payı	228
2.4.3. Finansal Serbestleşmenin Analitik Bilanço Üzerine	
Etkisinin Genel Değerlendirilmesi	230
2.5. Finansal Serbestleşme, Yatırım Araçları ve Para Politikası.....	233
2.5.1. Yatırım Aracı Olarak Altın ve Getirisi.....	234
2.5.2. Yatırım Aracı Olarak Döviz ve Getirisi	236
2.5.3. Yatırım Aracı Olarak Borsa ve Getirisi	238
2.5.4. Yatırım Aracı Olarak TL ve Getirisi	240
SONUÇ	245
KAYNAKLAR	257
EKLER.....	273

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e.	: Adı Geçen Eser
a.g.m.	: Adı Geçen Makale
a.g.t.	: Adı Geçen Tez
API	: Açık Piyasa İşlemleri
ATM	: Automated Teller Machine (Otomatik Para Çekme Makinası)
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
DEÜ	: Dokuz Eylül Üniversitesi
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DTM	: Dış Ticaret Müsteşarlığı
DTÖ	: Dünya Ticaret Örgütü
EFT	: Elektronik Fon Transferi
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FED	: Federal Reserve Bank
GATT	: General Agreement on Tariffs and Trade
GİL	: Gün İçi Limit
GSMH	: Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
MB	: Merkez Bankası
MBP	: Merkez Bankası Parası
NDV	: Net Dış Varlıklar
NİV	: Net İç Varlıklar
NUR	: Net Uluslararası Rezervler
ODTÜ	: Ortadoğu Teknik Üniversitesi
OGT	: Ortak Gümrük Tarifesi
OPEC	: Organization of the Petroleum Exporting Countries (Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TİY	: Toplam İç Yükümlülükler
TL	: Türk Lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TPKKHK	: Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki Kanun
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜGİAD	: Türkiye Genç İşadamları Derneği
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri Ve İşadamları Derneği
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

- ViL** : Vadeli İşlemler Limiti
- y.a.g.e.** : Yukarıda Adı Geçen Eser
- y.a.g.m.** : Yukarıda Adı Geçen Makale
- y.a.g.t.** : Yukarıda Adı Geçen Tez

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Bazı Ülkelerde Gerçekleşen Enflasyon Oranları (%)	107
Tablo 2. Dış Ticaret Değerleri	118
Tablo 3. İhraç Edilen Mali Varlıkların GSMH İçindeki Payı (%)	125
Tablo 4. Parasal Büyüklüklerin GSMH İçindeki Payı (%)	126
Tablo 5. Ekonominin Genel Dengesi (1990-2005)	127
Tablo 6. 1990 Yılı Para Programı Hedefleri ve Gerçekleşmeler (%).....	141
Tablo 7. 1992 Yılı Para Programı Hedefleri ve Gerçekleşmeler (%).....	143
Tablo 8. Enflasyon Oranlarının Gelişimi (%)	172
Tablo 9. Kurların Gelişimi (%)	176
Tablo 10. Faiz Oranlarının Gelişimi (%).....	179
Tablo 11. Cari İşlemler Dengesinin Gelişimi (Milyon \$)	182
Tablo 12. Sermaye Hareketlerinin Gelişimi (Milyon \$)	186
Tablo 13. Büyüme Oranlarının Gelişimi (%).....	189
Tablo 14. İstihdamın Gelişimi (%).....	194
Tablo 15. Reeskont ve Zorunlu Karşılık Oranları	198
Tablo 16. İnterbank Para Piyasasının Gelişimi	202
Tablo 17. Açık Piyasa İşlemlerinin Gelişimi (Milyar TL)	206
Tablo 18. Para Politikası Stratejileri.....	208
Tablo 19. TCMB Analitik Bilanço Kalemleri	211
Tablo 20. Analitik Bilançonun Gelişimi (Cari Değerlerle Bin YTL)	213
Tablo 21. Analitik Bilançonun Gelişimi (Reel Değerlerle Bin YTL).....	217
Tablo 22. Analitik Bilançonun Oransal Gelişimi (%).....	218
Tablo 23. Analitik Bilançodan Türetilen Rasyoların Dönemsel Gelişimi	232
Tablo 24. Cumhuriyet Altının Getirisi	235
Tablo 25. Doların Getirisi	237
Tablo 26. Borsanın Getirisi	239
Tablo 27. TL'nin Getirisi	241
Tablo 28. Yatırım Araçlarının Reel Getirileri.....	243

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1. Enflasyon Oranlarının Gelişimi (%).....	173
Grafik 2. Dolar Kurundaki Değişmeler (%).....	177
Grafik 3. Faiz Oranlarının Gelişimi (%).....	180
Grafik 4. Cari İşlemler Dengesinin Gelişimi (%).....	183
Grafik 5. Doğrudan Sermaye Yatırımlarının Gelişimi (%).....	187
Grafik 6. Portföy Yatırımlarının Gelişimi (%).....	187
Grafik 7. GSMH ve GSYİH'nın Gelişimi (%).....	191
Grafik 8. Sektörel Büyüme Hızlarının Gelişimi (%).....	192
Grafik 9. İstihdamın Gelişimi (%).....	195
Grafik 10. Dış ve İç Varlıkların Aktif Toplamı İçindeki Payı (%).....	221
Grafik 11. Hazine Borçları ve Bankacılık Sektörüne Açılan Kredilerin Aktif Toplamı İçindeki Payı.....	222
Grafik 12. Değerleme Hesabı/Aktif Toplamı.....	224
Grafik 13. Toplam Döviz Yükümlülükleri ve Merkez Bankası Parası'nın Toplam Yükümlülükler İçindeki Payı (%).....	225
Grafik 14. Dış Varlıklar/ Toplam Döviz Yükümlülükleri.....	226
Grafik 15. Emisyon/ Merkez Bankası Parası.....	228
Grafik 16. APİ/Toplam Yükümlülükler.....	229
Grafik 17. Yatırım Araçlarının Reel Getirileri.....	244

EKLER LİSTESİ

EK 1: Merkez Bankası Analitik Bilançosu (1980-2005)	273
EK 2: MB Analitik Tablosuna İlişkin Rasyolar	276
EK 2-A: Dış ve İç Varlıkların Aktif Toplamı İçindeki Payı.....	276
EK 2-B: Hazine Borçları ve Bankacılık Sektörüne Açılan Kredilerin Aktif Toplamı İçindeki Payı.....	277
EK 2-C: Değerleme Hesabı/Aktif Toplamı	278
EK 2-D: Toplam Döviz Yükümlülükleri ve MBP'nin Toplam Yükümlülükler İçindeki Payı	279
EK 2-E: Dış Varlıklar/Toplam Döviz Yükümlülükleri.....	280
EK 2-F: Emisyon/Merkez Bankası Parası	281
EK 2-G: Açık Piyasa İşlemleri/Toplam Yükümlülükler.....	282

GİRİŞ

Finansal serbestleşme (liberalizasyon) uygulamaları 1970'li yıllarda başlamış, 1980'li yıllarda hız kazanarak, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkeye yayılmıştır. Finansal serbestleşme düşüncesinin temelinde, piyasalardaki tüm sınırlamaların kaldırılması, böylece tasarrufların sermaye darboğazı çeken ülkelere aktarılması ve kaynak dağılımında etkinliğin sağlanması fikri yatmaktadır.

Finansal serbestleşme hareketleri sonucu sermayenin sınır tanımaksızın hareketi bir taraftan mali piyasaların etkinliğini artırırken, diğer taraftan da mali piyasaların kırılganlığını artırmış, ekonomide bazı yeni ve karmaşık risklerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması piyasalarda istikrarı bozarak para politikasının güvenilirliğini azaltmıştır. Bu süreçte merkez bankalarının para otoritesi işlevi giderek kısıtlanmış, ulusal ekonomilerin para piyasaları da dışsal ögelerin spekülasyon dalgaları altında kontrolden çıkmıştır.

Türkiye'de finansal serbestleşme süreci, 1980 yılında uygulamaya konulan 24 Ocak kararları ile başlamış, bu kararlar ile öncelikle dış ticaretin serbestleşmesine yönelik politikalar gündeme gelmiştir. 1989 sonrası dönemde ise, dışa açılım öncelikleri reel üretim sektörü yanında, finans ve kambiyo hizmetlerini de kapsayacak politika değişiklikleriyle biçimlenmiştir. Türkiye'de yaşanan finansal serbestleşme süreci karar alıcıların hareket kabiliyetini kısıtlamış ve yapısal nitelikli sorunları daha da keskinleştirmiştir. Enflasyon ve faiz oranlarındaki hızlı artış, artan kamu açıkları, ödemeler bilançosu dengesizlikleri ve döviz piyasalarında istikrarın sağlanamaması gibi nedenlerle sık sık ekonomik krizlerle karşılaşmıştır. Bu gelişmeler, finansal serbestleşme sürecinde uygulanan para politikalarının önemini daha da artırmıştır.

Bu çalışmanın amacı, finansal serbestleşmenin para politikaları üzerindeki etkilerini incelemek ve konuyu Türkiye açısından değerlendirmektir. Çalışma dört bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, finansal serbestleşme kavramı ve tarihsel gelişimine ve finansal serbestleşme ile ilgili teorik yaklaşımlara yer verilmiştir. Ayrıca bu bölümde, finansal serbestleşme uygulamaları ve bu uygulamaların olumlu ve olumsuz sonuçları ortaya konulmuş, olumsuzlukları gidermeye yönelik politika önerileri değerlendirilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, para politikasının amaçları, araçları ve stratejileri teorik olarak açıklanmış, çeşitli ekollerin para politikası yaklaşımlarına yer verilmiştir. İkinci bölüm, finansal serbestleşmenin para politikaları üzerindeki etkilerinin amaç, araç ve strateji yönünden değerlendirilmesi ile son bulmuştur.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, Türkiye’de yaşanan finansal serbestleşme süreci ve para politikalarının gelişimi dönemler itibarıyla incelenmiş, finansal serbestleşme sonrası para politikası amaç, araç ve strateji tercihlerindeki değişimler ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın son bölümünde ise; para politikasına ilişkin değişkenleri temel alan nicel analizlere yer verilmiştir. Seçilen değişkenlerin 1980-2005 yılları arasındaki gelişimi, finansal liberalizasyonun etkilerini vurgulamak amacıyla, tablolar ve grafikler yardımıyla açıklanmıştır. Ayrıca, finansal serbestleşme sürecinde uygulanan para politikalarının başarısını değerlendirmek amacıyla, Merkez Bankası analitik bilançosundaki gelişmeler değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANSAL SERBESTLEŞME VE ETKİLERİ

1. EKONOMİK SERBESTLEŞME

Ekonomik serbestleşme, diğer bir deyişle liberalizasyon, gereksiz kısıtlama ve engellerin kaldırılarak ekonominin dışa açılması ve piyasa mekanizmasına işlerlik kazandırılmasıdır. Bir başka ifadeyle, ekonomik serbestleşme; ürün ve faktör fiyatlarının piyasa koşulları tarafından belirlendiği ve devletin ekonomik hayata müdahalelerinin en aza indirildiği bir süreci ifade etmektedir.

Ekonomik serbestleşme fikrine kaynaklık eden düşünce akımı Liberalizmdir. Liberalizm, İngilizce kökenli “liberty” kelimesinden türetilmiş olup, “özgürlük”, “hürriyet” ve “serbestlik” anlamlarına gelmektedir. Başlangıçta siyasi bir düşünce akımı şeklinde doğan Liberalizm, Adam Smith ve diğer klasik iktisatçıların çalışmalarıyla iktisadi bir doktrin olma özelliğini kazanmıştır.¹ Bireycilik, özgürlük, piyasa ekonomisi ve sınırlı devlet anlayışı liberalizmin temel görüşleri arasında yer almaktadır.²

Ekonomik serbestleşme veya liberalizasyon klasik iktisadi düşüncede anlamını bulan bir kavramdır.³ Liberalizm ekonomik alanda “bırakınız yapınlar, bırakınız geçsinler” (Laissez-faire, Laissez-passer) sözü ile ifade edilmektedir. Klasik iktisatçılar ekonomik sistem olarak piyasa ekonomisini savunmaktadırlar. Piyasa ekonomisi; rekabete dayalı, karı esas alan, özel mülkiyet, miras, sözleşme

¹ Coşkun Can Aktan, **Çağdaş Liberal Düşüncede Politik İktisat**, Doğu Matbaası, Ankara, 1994, s. 1.

² Atilla Yayla, **Liberalizm**, Liberte Yayınları, 4.b., Ankara, 2002, s. 149.

³ Ferhat Başkan Özgen, “Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları”, **Ege Bölgesi Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu**, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 1999, s. 47.

yapma, teşebbüs ve tercih özgürlüğünün güvence altına alınmış olduğu bir ekonomik sistem modelidir.

Piyasa ekonomisini belirleyen temel özelliklerden biri “ferdiyetçi” (bireyci) olmasıdır. Bu sistemde fertlere dışarıdan herhangi bir görüş veya davranış biçimi empoze etmek söz konusu değildir. Piyasa ekonomisinde fertler, ister tüketici ister üretici olsunlar, kişisel çıkarlarını en iyi şekilde koruyacak kararları almakta yani rasyonel davranmaktadırlar. Fertlerin bu şekildeki rasyonel davranışları “toplumsal düzeni” sağlayan temel unsur olarak kabul edilmektedir.

Piyasa ekonomisinin temel özelliklerinden biri de “tam rekabet piyasası”nın varlığı varsayımdır. Tam rekabet ortamında fertler özgür biçimde aldıkları kararların diğer fertler üzerinde nasıl bir etki yapacağı ile ilgilenmemekte, fakat, kendi çıkarlarını korurken toplumsal çıkarların da en iyi şekilde korunup geliştirilmesine neden olmaktadır.⁴ Fertlerin kendi istek ve iradeleri dışında topluma da yararlı olacak sonuçlar yaratmaları sürecini “piyasanın görünmez eli” olarak adlandıran klasik iktisatçılara göre; ekonominin işleyişinde doğal bir düzen bulunmaktadır.

Kendiliğinden doğal düzenin bir örneği olan piyasa sisteminin işleyişinde rekabetin de önemli bir fonksiyonel yeri bulunmaktadır.⁵ Piyasa ekonomisinde rekabet, herkesin en iyi bildiği işi yapmasını ve her üretim faktörünün en çok gerekli olduğu yerde kullanılmasını, yani kaynakların etkin dağılımını sağlamaktadır. Liberal ekonomik düzende, işletmelerin etkinlik, verimlilik ve kârlılık ilkeleri çerçevesinde çalışmalarını için rekabetin mevcut olduğu bir özel mülkiyet düzeni savunulmaktadır.

Piyasa ekonomisi karşılıklı çıkarların söz konusu olduğu bir mübadele sonucunda kendiliğinden oluşan bir düzendir. Piyasa ekonomisinde, iktisadi etkinlik merkezi planlama ile değil, fiyat mekanizması aracılığıyla sağlanmaktadır. Serbest piyasada oluşan fiyat, üreticilere neyi, ne miktarda ve ne kalitede üreteceklerini

⁴ Vural Fuat Savaş, **Piyasa Ekonomisi ve Devlet**, Liberte Yayınları, 2.b., Ankara, 2000, ss. 57-60.

⁵ Yayla, a.g.e., s.200

göstermektedir. Bu sistemde siyasi otorite (devlet) ekonomik hayata ancak sınırlı ölçüde müdahale edebilmektedir.

18. yüzyılın ikinci yarısından 19. yüzyılın sonlarına kadar ekonomik alanda hakimiyetini koruyan Liberalizm ve piyasa ekonomisi, 20. yüzyılın başlarından itibaren önemini yitirmiştir. Liberal ekonomik sistem, 1929 Dünya Ekonomik Buhranının ortaya çıkardığı yetersiz üretim ve işsizlik gibi iktisadi sorunların çözümünde yetersiz kalmıştır. Keynesyen İktisat ise bu sorunların çözümüne yönelik olarak geliştirilmiştir. Liberal ekonomik sistemi bir çok yönden eleştiren Keynezyen İktisat, ekonominin kendi işleyişine bırakılmaması gerektiğini ve devletin ekonomik yapı içerisinde aktif rol alması gerektiğini savunmuştur. Keynesyen politikalar, 1950'li ve 1960'lı yıllarda birçok ülke tarafından başarıyla uygulanmış olmakla beraber 1970'li yıllarda giderek önemini kaybetmeye başlamıştır. 1980'li yılların küresel politikaları Liberalizm ve piyasa ekonomisini yeniden bir çıkış yolu olarak görmüştür.

Çağdaş kalkınma ekonomisi anlayışı çerçevesinde serbestleşme (liberalizasyon) ile kastedilen ticaretin ve/veya sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve bunu izleyen süreçte yurtiçi piyasa faaliyetlerinin ve/veya finansal varlıklarının dışa açılmasıdır. Liberalizasyon ile, piyasa güçlerinin fonksiyonlarını yerine getirebilmesi ve oluşan piyasa fiyatlarının üretimde kullanılan kaynakların fırsat maliyetini gösterebilmesi için ekonominin tüm piyasalarındaki mevcut engellerin kaldırılması amaçlanmaktadır.⁶

Ekonomik serbestleşme (liberalizasyon) fikrini yeterince anlamaksızın buna bağlı olarak geliştirilen teori ve politikaları değerlendirmek olanak dışıdır. Diğer bir deyişle, teoriler ve bunlara dayanan politikaların geçerliliği, teorinin gerisindeki fikirlerin paylaşılmasına bağlıdır. Bu nedenle, çalışmamızda önce ekonomik serbestleşme fikrinin doğuşu ve gelişimi incelenecek, izleyen bölümlerde ise

⁶ M. Faysal Gökçalp, "Türkiye'de Liberalizasyon Sürecinde Dış Ticaret Hadlerindeki Gelişimin Analizi", (Basılmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1998), s. 73.

ekonomik serbestleşmenin bir türü olan finansal serbestleşme konusuna ağırlık verilecektir.

1.1. EKONOMİK SERBESTLEŞME FİKRİNİN DOĞUŞU VE GELİŞİMİ

Liberal iktisadi düşünce, 18. yüzyıl sonunda Fransa'da ve İngiltere'de Merkantilizm'e tepki olarak ortaya çıkmıştır. Liberal iktisadi düşünce Merkantilizmin tekellerine, kamu denetimine, ayrıcalıklarına, soyluların toprak mülkiyetinden doğan gücüne karşı çıkmış ve serbestliği savunmuştur. Liberal iktisadi düşüncenin dünya görüşü "ekonomik liberalizm", politikası ise "laissez-faire" anlayışı olmuştur.⁷

Liberalizm günümüze değin sürekli kendini yenileyen dinamik bir akım olarak gelişimini sürdürmüştür. Liberal doktrin içerisinde farklı liberal düşünce okulları ve akımları ortaya çıkmıştır. Liberal iktisadi düşünce üzerine teoriler kuran iktisatçılar, üç iktisat okulunda toplanmaktadır. Bunlar; Fizyokratlar, Klasik Okul ve Neo-Klasik Okuldur. Çalışmamızda bu üç iktisat okulu Klasik Liberal Okullar başlığı altında incelenecek, daha sonra Neo-Liberal Okullara yer verilecektir.

1.1.1. Klasik Liberal Okullar

Liberalizm konusunda önemli gelişmeler 18. yüzyılın ilk yarısında yaşanmıştır. Fizyokratlar ve ardından Klasik iktisatçılar liberalizmin bir doktrin olarak siyasi ve iktisadi düşünceler içerisinde yer almasında önemli rol oynamışlardır.

İktisadi düşünce alanında bilimsel iktisadın "ilk" okulu olan Fizyokratizm kelime olarak tabiatın egemenliği veya doğal düzen anlamına gelmektedir.⁸ Fizyokrasi, ekonomik yaşamda esasen bir doğal düzenin mevcut olduğunu ve

⁷ Gülten Kazgan, **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, Remzi Kitabevi, 6.b., İstanbul, 1993, s. 43.

⁸ Recep Kök, **İktisadi Düşünce: Kavramların Analitik Evrimi**, Anadolu Matbaacılık, 1.b., İzmir, 1999, s. 57.

devletin bu doğal düzenin işleyişine karışmaması gerektiğini savunmaktadır. Bu nedenle Fizyokratların benimsediği liberalizm, serbest piyasa mekanizmasından çok doğal düzen anlayışına dayanmaktadır.

Fizyokratlara göre; ekonomik sistemin temelini “kişisel çıkar ilkesi” oluşturmaktadır. Onlara göre insan her davranışının yarar ve zararlarını hesaplamakta ve diğer insanlarla işbirliği yapmanın gereğini kabul etmektedir. Ünlü sloganları “bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler” (Laissez faire, Laissez Passer) bu temel düşüncenin veciz bir ifadesi olmuştur.⁹ Fizyokratların liberalizm anlayışını “Laissez Faire Liberalizmi” olarak da adlandırılmak mümkündür.¹⁰

Ekonomik liberalizme ilişkin açıklamalar Fizyokratların ardından Klasik İktisat Okulu tarafından devam ettirilmiştir. Klasik iktisat okulunun kurucusu olarak kabul edilen Adam Smith Liberalizmin ekonomik yönünü ilk kez sistematik bir şekilde incelemiş ve ünlü “Ulusların Zenginliği” (The Wealth of Nations) adlı eserinde klasik liberalizmin temel ilkelerini ortaya koymuştur. Smith, Fizyokratlar gibi ekonominin işleyişinde doğal bir düzenin var olduğuna inanmakta ve bunu “görünmez el” olarak adlandırmaktadır. Smith’e göre, her birey kendi çıkarını korurken, “görünmeyen bir el” tarafından kendi isteği dışında toplum yararına da hizmet etmeye yönlendirilmektedir. Mübadelenin hem bireye hem topluma sağladığı bu yarar, iç ticaret, dış ticaret, tarım, sanayi ve diğer alanları da kapsamaktadır.¹¹

Liberal ekonomik düzende, yani piyasa ekonomisinde, serbest mübadele ve serbest ticaret esastır. Gerek iç ticarete ve gerekse dış ticarete üretim ve tüketim sürecinin “serbestlik” içerisinde gerçekleşmesi savunulmaktadır. Adam Smith’e göre, herşey tam bir özgürlük içinde bırakılmalı, işgücü ve sermayenin serbestçe hareketi engellenmemelidir. Adam Smith ülkeler arasındaki ticareti “Mutlak Üstünlük Teorisi” ile açıklamaktadır. Adam Smith’e göre, bir ülke hangi malları daha düşük maliyetle üretiyorsa o malların üretiminde uzmanlaşmalı ve bunları ihraç

⁹ Kamil Güngör, “İktisadın Tarihine Kısa Bir Bakış ve Merkantilizmden Günümüze İktisadi Düşünceler”, Erişim: 03.02.2005, <http://www.ceterisparibus.net/dusunce/genel.htm>

¹⁰ Aktan, a.g.e., s. 7.

¹¹ Kazgan, a.g.e., s. 51.

ederek pahalıya üretebildiklerini diğer ülkelerden ithal etmelidir.¹² Dış ticarete uluslararası uzmanlaşmanın önemini vurgulayan bu teori, gelişmiş ülkelerin kendi aralarındaki ticareti açıklamakta yetersiz kalmış ve David Ricardo tarafından geliştirilmiştir.

Klasik iktisat ekolünün temsilcilerinden David Ricardo, A. Smith'in "Mutlak Üstünlük" analizini geliştirerek "Karşılaştırmalı Üstünlük Teorisi"ni ortaya atmıştır. Ricardo'nun teorisine göre, önemli olan üretimdeki üstünlüklerin derecesidir. Bir ülke, diğerine göre, hangi malların üretiminde daha yüksek oranda bir üstünlük sahibi ise o mallarda uzmanlaşmalıdır. Böylece dış ticaretin bütün taraflar için yararlı olabileceği savunulmaktadır.

Klasik liberalizmin gelişimine önemli katkılarda bulunan diğer düşünürler arasında T. Malthus, J.S. Mill ve J.B. Say gibi isimler de bulunmaktadır. J.S. Mill'in "Özgürlük Üzerine" adlı eseri liberalizmin anıt kitapları arasında yer almaktadır. J.B. Say ise, "Her Arz Kendi Talebini Yaratır" şeklinde formüle ettiği Piyasalar Kanunu (Mahreçler Kanunu) ile piyasa ekonomisinde arz ve talep arasında meydana gelebilecek dengesizliklerin zaman içerisinde ortadan kalkacağını ve ekonominin tabii işleyişine kavuşacağını savunmaktadır.

Neo-Klasik iktisatçılar, klasik iktisadın temel ilkelerine bağlılıklarını koruyarak, klasik değer teorisi ve toplumsal ahenk yaklaşımı konularında yeni yorumlar getirmişlerdir. Neo-Klasik iktisatçılar; değer, fiyat, gelir, vergileme, denge gibi tüm iktisadi oluşumlar içinde bireyi ve bireysel faydayı ön plana çıkarmışlardır.¹³ Neo-Klasikler de, klasikler gibi, liberalizmin ve piyasanın üstünlüklerine inanmışlardır. Fakat, piyasa ekonomisinin bazı faktörler dolayısıyla başarısızlığa uğrayabileceği, böylece sosyal refahın optimumdan uzaklaşabileceği görüşünü de savunmuşlardır.

¹² Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, Güzem Yayınları Geliştirilmiş 14. baskı, İstanbul, 2001, ss. 17-18.

¹³ Muhammet Akdiş, "Liberal Ekonomi Düşüncesinin Çağdaş Yorumları ve Hayek'in Ekonomik Yaklaşımları", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı:11, 1994, ss. 23-42.

Neo-Klasik iktisatçıları takiben J.M. Keynes 1929 Büyük Buhranın sonuçlarından yola çıkarak klasik liberalizmi eleştirmiş, devletin ekonomiye aktif müdahalesini savunmuştur. Keynes'in müdahaleci devlet anlayışı bütün dünyada 1970'li yılların sonlarına kadar uygulanmış fakat ortaya çıkardığı bazı sorunlar iktisatçıları yeni çözüm arayışlarına yöneltmiştir. Fizyokratlar, klasikler ve neo-klasiklerle temel açıklamaları sunulan liberal ekonomik düşünceler, çağdaş liberal iktisatçılarla da zenginleştirilmiş ve güncel hale getirilmiştir.

1.1.2. Neo-Liberal Okullar

1960'lı yıllar ve özellikle 1970'li yılların başlarından itibaren klasik liberalizmin temel ilkelerini savunan başlıca üç çağdaş liberal düşünce okulu akademik ve politik çevrelerde seslerini duyurmaya başlamışlardır. Bu okullar; Freidrich von Hayek'in kurucusu olduğu Neo-Avusturya Okulu, Milton Freidman'ın liderliğini yaptığı Chicago İktisat Okulu ve James M. Buchanan'ın liderliğini yaptığı Virginia İktisat Okuludur.

Neo-Liberal düşüncenin gelişiminde etkili olan düşünce okulları arasında başta Neo-Avusturya İktisat Okulu gelmektedir. Carl Menger, Friedrich von Wieser, Eugen von Böhm Bawerk ve Ludwig von Mises Avusturya Okulu'nun ilk temsilcileri arasında yer almaktadırlar. Avusturya Okulu'nun günümüzdeki en önemli temsilcilerinden biri ise F.A. von Hayek'tir. Hayek Klasiklerin "laissez faire" anlayışının sonucu ortaya çıkan minimal veya "gece bekçisi" devlet anlayışını kabul etmemekte, devletin önceden belli kanun ve kurallar çerçevesinde, piyasanın serbest işleyişinin sağlanmasına yönelik fonksiyonlar yüklenmesini savunmaktadır. Ayrıca özel sektör tarafından üretilmeyen kamusal mal ve hizmetlerin de devlet tarafından üretilmesini, ancak bütün bunların kanun ve kurallara bağlı olmasını, refah devleti veya kamu menfaati gibi kurucu rasyonalist mantığa bağlı politikaların olmaması gerektiğini vurgulamaktadır.¹⁴

¹⁴ Akdiş, a.g.m., ss. 23-42.

Hayek'in düşünce sisteminde Kurucu ya da Yapıcı Rasyonalizm yerini Libertarian Evrimcilik ve Spontan Düzen anlayışına bırakmıştır. Hayek, bilinçli karar almadan herşeyin doğal gelişimine bırakılmasının bireysel ve sonuçta toplumsal refahı arttıracığına inanmaktadır. Hayek, Adam Smith'in "görünmez el" düşüncesini "kendiliğinden tabii düzen" açıklamaları ile bugüne taşımış ve insan iradesi, düşüncesi ve yönlendirmesi olmaksızın oluşan kuramların ve bu arada piyasanın daha iyi işlediğini ve optimal çözümler sunduğunu açıklamıştır. Tamamıyla devletsiz bir ekonomik modele de karşı çıkmış, ancak devletin para dahil hiçbir alanda tekel oluşturmaması gereği üzerinde durmuştur. Hayek'e göre devletin görevleri; piyasa düzeninin iyi işleyebilmesi için şiddetin ve hilenin önlenmesi, mülkiyetin korunması, sözleşmelerin yerine getirilmesinin sağlanması, bütün bireylerin üretim ve satış konusunda özgür hareket edebilecekleri bir ortamın oluşturulmasıdır.

Neo-liberalizmin gelişiminde etkili olan düşünce okullarından bir diğeri ise Chicago Okuludur. Chicago Okulu'nun temsilcilerinden Milton Friedman, para teorisi ve politikası ile enflasyon ilişkileri üzerine yaptığı çalışmalarla Monetarizm olarak bilinen akıma öncülük etmiştir. Friedman'a göre, devletin ekonomiye müdahalesi sınırlandırılmalıdır. Friedman'a göre, önemli olan serbest fiyat mekanizmasına güvenmek ve ona işlerlik kazandırmaktır. Bu yaklaşıma göre, ekonomik yaşamı etkilemede en önemli değişken o ekonomideki para miktarıdır. Monetaristlere göre, ekonomide istikrarın sağlanabilmesinin en etkili yolu rasyonel bir para politikası izlemektir.¹⁵

Robert E. Lucas, Thomas J. Sargent, Neil Wallace gibi iktisatçılar Monetarizm'den hareketle "Rasyonel Beklentiler Teorisi" adı verilen bir başka teori geliştirmişlerdir. Chicago iktisat okulunun bu ikinci kanadı da Monetaristler gibi serbest piyasa ekonomisi ve liberalizmin savunucuları arasında yer almaktadır.¹⁶

James M. Buchanan'ın kurucusu olduğu Virginia Politik İktisat Okulu ise, ortaya attığı "Kamu Tercih Teorisi" ile kamu sektöründe karar alma sürecini analiz etmektedir. Kamu tercihi iktisatçıları "Anayasal İktisat" adını verdikleri yeni bir

¹⁵ Tefik Pekin, **Makro Ekonomi**, Bilgehan Basımevi, 4.b., İzmir, 1996, ss. 242-245.

¹⁶ Aktan, a.g.e., s. 13.

disiplin içerisinde devletin güç ve yetkilerinin çerçevesini çizmeye ve sınırlarını ortaya koymaya çalışmaktadırlar. Bu yaklaşımda, devletin borçlanma, para yaratma, vergi toplama gibi hak ve yetkilerini ne şekilde kullanacağı anayasal sınırlar içinde belirtilmektedir. Anayasal İktisat akımı, klasik iktisadi düşünce geleneğine bağlı kalmakta, piyasanın doğal işleyişinin sağlanmasına yönelik çeşitli öneriler getirmekte ve özünde doğal düzenin üstünlüklerini ortaya koymaya çalışmaktadır.

Günümüzde liberal doktrin içerisinde yer alan diğer bir liberalizm anlayışı da Libertarianizm ya da Anarko-Kapitalizm olarak bilinmektedir. Devlete şiddetle karşı çıkan ve pür piyasa ekonomisini savunan Libertarianistlerin başında Murray Rothbard ve David Friedman gelmektedir.

Bu okulların dışında liberalizme katkı sağlamış bir diğer çağdaş liberal düşünce kurumu da Freiburg Okuludur.¹⁷ Walter Eucken ve Fransız Böhm'ün öncülüğünü yaptığı bir grup iktisatçı 1930'lu ve 1940'lı yıllarda serbest piyasa ekonomisi içinde tam rekabet kurumunun doğal bir düzen olarak kendiliğinden var olmayıp, bir sosyal düzen olarak devlet tarafından organize edilmesi ve yasal-kurumsal önlemlerle korunması gerektiğini savunmuştur. Freiburg Okulu, sosyalist ekonomiler ile piyasa ekonomileri arasında bir orta yolu benimsemekte ve piyasa ekonomisinin birtakım haksız uygulamalarının olabileceğini kabul ederek, buna sosyal bir boyut getirilmesini savunmaktadır. Bu yönüyle klasik liberal çizgiden ayrılan Freiburg Okulu klasik liberalizmin, tabii düzen ve görünmeyen el ilkesinin optimal çözümler sunacağı düşüncesini reddetmektedir. Bu nedenle de, liberal ekonomik düşünceye katkı yapmaktan çok, liberal ekonomik düşüncenin bireyi ön plana çıkartan, tabii düzen ve piyasanın doğal işleyişinin önemine inanan açıklamalarından etkilenmiş bir müdahaleci görüş görünümündedir.¹⁸

Görüldüğü gibi, Fizyokrat iktisat düşünürlerinin tabii düzen açıklamaları ile başlayan liberal iktisadi düşünce, Klasik iktisatçılar ve özellikle Adam Smith'in görünmez el açıklamaları ile önemli bir ilerleme kaydetmiş ve Neo-Klasik iktisatçıların ferdi öne çıkarıcı marjinal analizleri ile teorik bütünlüğünü kurmuştur.

¹⁷ Aktan, a.g.e., ss. 10-18.

¹⁸ Güngör, a.g.m.

Günümüzde ise, liberal düşüncenin çağdaş yorumlarını yapan çeşitli düşünce okulları, liberal düşüncenin temel geleneklerine bağlı kalarak bu akımı sürdürmektedir.

1.2. EKONOMİK SERBESTLEŞMENİN TÜRLERİ

Liberalizasyona ilişkin literatür incelendiğinde, liberal politika uygulamalarının “finansal serbestleşme” ve “dış ticaretin serbestleşmesi” şeklinde iki önemli boyutu olduğu görülmektedir.¹⁹ Bu bölümde, konumuz açısından daha önemli olması nedeniyle, finansal serbestleşmeye ağırlık verilecek, dış ticaretin serbestleşmesine ilişkin kısa açıklamalar yapmakla yetinilecektir.

1.2.1. Dış Ticaretin Serbestleşmesi

Günümüzde birçok ülkede ekonomi politikalarının temel amacı, serbest piyasa ekonomisini bütün kurum ve kuralları ile uygulamaktır. Bu ülkeler liberal bir dış ticaret politikası izlemekte ve böylece ulusal ekonominin dünya ekonomisi ile bütünleşmesini sağlamaya çalışmaktadırlar.

Bilindiği gibi, ülkeler kendi ithalat ve ihracat rejimlerini gümrük, tarife ve kota gibi kısıtlayıcı tedbirlerle kontrol altında tutabilmektedirler. Ticari serbestleşme, söz konusu kontrollerin ortadan kaldırılması ve uluslararası alanda serbest ticaret anlayışının esas alınması süreci olarak ifade edilmektedir. Serbest ticareti savunuların görüşleri uluslararası uzmanlaşmanın yararları üzerine toplanmaktadır. Buna göre, fiyat mekanizmasının serbest işleyişi optimum kaynak dağılımını sağlamakta, dünya üretimini maksimuma ulaştırmakta, bu da bütün ülkelere fayda sağlamaktadır.²⁰

¹⁹ Muhsin Kar, Enver Günay, “Finansal İstikrarın Temel Koşulları”, *Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Sayı: 487, 2004, s. 50-67.

²⁰ Seyidoğlu, a.g.e., s. 148.

Ticari serbestleşme olgusu 1970’li yıllarda yaşanan kriz dönemi sonrasında gündeme gelmiş olsa da, kökeni çok eskilere dayanmaktadır. XVI. yy’da tüccarları insanlığın en faydalı grubu sayan Merkantilizmin önemini arttırmasını takiben, ülkeler arasındaki serbest ticaretin, aktör olarak ticarete giren bütün taraflar için de faydalı olup olmadığı veya hangi taraflar için faydalı olduğu konuları yoğun olarak tartışılmaya başlanmıştır. Merkantilistlerden itibaren, günümüze kadar yapılan tartışmalarda ön plana çıkan görüşlerin bir kısmı “serbest ticaretin her zaman, büyük ya da küçük olsun, ticarete katılan bütün ülkeler için aynı oranda faydalı olacağını” savunmuş, diğer bir kısmı da “serbest ticaretin gelişmiş ülkelerin faydasına olduğunu fakat az gelişmiş ülkelerin bundan zarar göreceğini” ileri sürmüştür.²¹

Klasik iktisadın kurucusu kabul edilen Adam Smith “Ulusların Zenginliği Mahiyeti ve Sebepleri Üzerine Bir Araştırma” adlı kitabında serbest ticareti ulusların zenginliği ve refahı için gerekli görmüştür. Onu takiben David Ricardo “Politik İktisat ve Vergilemenin Temel İlkeleri” adlı eserinde serbest ticaretin yararları üzerinde durmuştur. Liberal düşünürler serbest ticaretin yararlarını kısaca şu şekilde açıklamaktadırlar:²²

- Serbest ticarete işbölümü ve uzmanlaşmadan yararlanmak suretiyle dünya kaynakları daha verimli ve etkin bir şekilde kullanılır.
- Geniş ölçekte üretim yapmanın doğal bir sonucu olarak birim başına üretim maliyeti azalır.
- Serbest ticaret, teknolojik buluş ve yenilikleri artırır.
- Serbest ticaret, iç ticarete eksik rekabet oluşumlarını ve haksız rekabeti ortadan kaldırır.

Serbest ticaretin yararları ve avantajları yanında birtakım sakıncaları da olduğu savunulmaktadır. Bu sakıncalar şu şekilde özetlenebilmektedir:²³

²¹ İlhan Dağdelen, “ Liberalizasyon”, **Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi**, 2004, Erişim:09.02.2005, <http://www.insanbilimleri.com/makaleler/ekonomi/Liberalizasyon.pdf>, ss. 14-15.

²² Aktan, a.g.e., ss. 53-54.

²³ Aktan, y.a.g.e., s. 54.

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

Dünya ticaretinde serbestleşme çabaları II. Dünya Savaşı sonrası dönemde hız kazanmıştır. 1947’de IMF ve Dünya Bankası’nın kurulması ile paralel olarak doğan ve Ocak 1948’de yürürlüğe giren GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) dış ticaretin serbestleşmesini sağlamaya yönelik kurulmuş organizasyonlardan biridir. GATT’ın temel hedefleri arasında serbest bir dış ticaret sisteminin oluşmasında engel teşkil eden gümrük vergilerinin (tarifelerin) düşürülmesi, tarife dışı engellerin kaldırılması veya tarifeye dönüştürülmesi, ayrıca olabilecek diğer engellemelerin ve farklı muamelelerin kaldırılması gibi hususlar yer almaktadır. Bunun temelinde, dış ticarete rekabet sonucu mal kalitesinin artacağı, fiyatların düşeceği, dış ticaret hacminin artacağı ve aynı zamanda bu durumun üretim artışına da etki edeceği ve dolayısıyla ülkelerin refahını artıracacağı düşüncesi bulunmaktadır. 1994 yılında imzalanan anlaşma çerçevesinde, 1 Ocak 1995 tarihinde faaliyete geçen Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) geçici bir anlaşma olarak ortaya çıkan GATT’ın yerini almıştır. DTÖ, görevleri ve kapsamı GATT’tan daha geniş ve yaptırım gücü daha yüksek bir kurum niteliğindedir.²⁴

Gümrük tarifeleri ve kotaların çok yanlı biçimde azaltılması veya kaldırılması sonucu, iletişim ve taşımacılık teknolojisindeki hızlı ilerlemelerin de desteği ile dünya ticaret hacminde önemli artışlar meydana gelmiştir. Öte yandan, günümüzde dünya ticareti hala büyük kısıtlamalarla karşı karşıyadır; çünkü mal ticareti

²⁴Ali Turhan, “Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ)≠GATT”, Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Ankara, 1997, Erişim:10.03.2005, [http:// ekutup.dpt.gov.tr/ticaret/turhana/dto.html](http://ekutup.dpt.gov.tr/ticaret/turhana/dto.html)

üzerindeki tarifeler ve kotalar indirilirken, tarife dışı engeller önemli boyutlara ulaşmaktadır.²⁵

1.2.2. Finansal Serbestleşme

Gelişmekte olan birçok ülkede 1970'lerin ortalarına kadar uygulanan iktisat politikalarının ortak yönlerinden biri finansal piyasalara müdahaledir. Bu müdahaleler; mevduat ve kredi faiz oranlarının sınırlanması, bankaların yüksek karşılık oranları, selektif kredi politikalarının uygulanması ve sermaye hareketlerine kısıtlar getirilmesi şeklinde gerçekleştirilmiştir.²⁶ “Finansal Daralma Politikaları” olarak da adlandırılan bu politikalar özellikle kamu kesiminin finansal kesim içindeki payının çok yüksek olduğu ülkelerde uygulanmıştır.²⁷ Uygulanan bu ekonomik politikaların olumsuz makro ekonomik sonuçlarının olduğu ve bu uygulamalardan vazgeçilerek ekonominin her alanda serbestleşmesinin sağlanması Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası kurumlar tarafından dile getirilmiş ve birçok ülkede uygulama olanağı bulmuştur.

Finansal serbestleşme (liberalleşme) kavramı 1970'lerin başında mevcut olan Bretton-Woods sisteminin yıkılması ve devletin ekonomiye müdahalesine bir tepki olarak McKinnon (1973) ve Shaw (1973) önderliğinde ortaya çıkmıştır. Finansal serbestleşme; dar anlamda mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması olarak tanımlanmaktadır. Geniş anlamı ile döviz kontrollerinin azaltılması veya kaldırılması; yabancı kuruluşların ulusal finansal sisteme girişleri önündeki engellerin azaltılması, yerleşiklerin yabancı finansal piyasalara girmelerine izin verilmesi ve finansal kazançlar üzerindeki yüksek oranlı vergilerin azaltılması

²⁵ Seyidoğlu, a.g.e., ss. 189-201.

²⁶ Muhsin Kar, Hüseyin Ağır, “Finansal Derinleşmenin Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 42, Sayı: 496, s. 51.

²⁷ Murat Kayacan, “Finansal Liberalleşme ve Finansal Sınırlama Politikaları Üzerine Tartışmaların Temeli”, **Maltepe Üniversitesi İ.İ.B.F Ekonomik, Toplumsal ve Siyasal Analiz Dergisi**, Sayı: 1, 2004, ss. 35-36.

gibi unsurları kapsamaktadır. Bu çerçevede, söz konusu sürecin altı temel boyutu olduğu söylenebilir.²⁸

- Kredi kontrollerinin kaldırılması,
- Faiz oranlarının deregülasyonu,*
- Bankacılık veya daha geniş olarak finansal hizmetler endüstrisine giriş serbestisi,
- Banka otonomisi,*
- Bankalar için özel mülkiyet,
- Uluslararası sermaye akımlarının serbestleşmesi.

Son yirmi yıllık süreçte gelişmekte olan birçok ülke finansal serbestleşme çabası içinde olmuştur. Bu çabaların temel nedeni, finansman kısıtının baskısı altında tutulan ekonomilerde kaynak dağılımındaki etkinliğin bozulduğunun fark edilmesi ve amaçlanan büyüme oranlarına ulaşamamasıdır.²⁹ Finans piyasalarıyla ilgili olarak serbestleşme ve deregülasyona gidilmesinin birçok nedeni olmakla beraber, kamu otoritelerinin genellikle aşağıdaki konuları göz önünde bulundurdukları bilinmektedir.³⁰

- Mali piyasalarda rekabetin artırılması ve böylece sermayenin ve finansal hizmetlerin maliyetinin düşürülmesi,
- Yatırımcı kesimlerin fon sağlama imkanlarının yanı sıra tasarrufçu kesimlerin de yatırım alternatiflerinin artırılması,

²⁸ John Williamson, Molly Mahar, **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme**, Çev. Güven Delice, Liberte Yayınları, Ankara, 2002, ss. 9-16.

* Deregülasyon, kısıtlayıcı düzenlemelerin ortadan kaldırılmasıdır.

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

²⁹ Nilay Kavas, “Türkiye’de Finansal Liberalizasyonun Bankacılık Sisteminin Fon Kaynakları ve Kullanımı Üzerine Etkilerinin Analizi”, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2004), s. 12.

³⁰ Ali Alp, **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul, 2000, s. 96.

- Mali piyasalarda fiyatların ve sermaye dağılımının daha etkin hale getirilmesi,
- Sınırlamaların kaldırılması konusunda ulusal ve uluslararası piyasa katılımcılarından gelen baskılar,
- Mali piyasaların ulusal ve uluslararası düzeyde daha rekabetçi hale gelmesinin sağlanması,
- Yeni koşullara ve finansal yeniliklere daha açık olunması,
- Gerekğinde kamunun daha rahat fon yaratabileceği gelişmiş bir sermaye piyasasına sahip olunması,
- Uluslararası sistemde yer alıp, yatırımlar için gerekli sermayenin sağlanması.

Finansal serbestleşme olarak nitelendirilen bu süreç “iç” ve “dış” finansal serbestleşme olarak iki boyutta değerlendirilebilir.

1.2.2.1. Yurtiçi Finansal Serbestleşme

Yurtiçi finansal serbestleşme; bir ekonomide yurtiçi para cinsinden borç-alacak ilişkileri ile varlık tutma kararlarına ilişkin kurumsal yapıda, fiyat ve miktar kısıtlamalarının kaldırılması ve yumuşatılması işlemidir.³¹ Yurtiçi finansal serbestleşme sürecinde, faizlerin piyasa tarafından belirlenmesi, faizler üzerindeki mali yüklerin azaltılması (yüksek karşılık oranları, çeşitli vergiler ve fonlar gibi), kredi tavanlarının ve tayınlamalarının kaldırılması, finansal piyasaya girişin kolaylaştırılarak, finansal araçların çeşitlendirilmesi gibi ekonomik hedefler söz konusudur.

Ülke içinde finansal daralmaya yol açan kontrollerin ve sınırlamaların kaldırılması anlamında ilk adım, nominal faiz oranlarının arz ve talebe göre para piyasasında belirlenmesidir. Baskı altında düşük tutulan faizler nedeniyle, önceden verimli olmayan yatırımlara giden tasarrufların finansal sisteme girmesiyle, toplam yurtiçi tasarruflar ve dolayısıyla yatırımlar artacak, kredi tahsisatı da yüksek kredi

³¹ Gökalp, a.g.t., s. 74.

faizleriyle yapılacağı için yatırımların iç karlılık oranı ve dolayısıyla da verimliliği artacaktır. Bu iki etki ise ekonominin büyüme hızını arttıracaktır.

Finansal serbestleşmeye ilişkin geleneksel görüşe göre, yurtiçi finansal sistem deregülasyona tabi tutulmadan önce reel sektör reformlarını tamamlamak gerekmektedir. Söz konusu yaklaşım, kamu mülkiyetinin baskın olduğu ve özellikle banka kredi verme kararlarında devletin dolaylı yönlendirmelerinin devam ettiği bir ekonomide bankacılık sektörünün serbestleşmesinin beklenen sonuçları veremeyebileceğini savunmaktadır. Bu nedenle, yurtiçi finansal liberalizasyon sürecinde, özellikle bankacılık sektöründe, kamu teşebbüslerinin rolünün azaltılması büyük önem taşımaktadır. Bununla birlikte, yakın zamanlarda kamu teşebbüslerinin reformu hakkında yapılan çalışmaların bazılarında, kamu teşebbüslerinin reformunun başarısını teşvik edecek bir ön koşul olarak, derin bir finansal sisteminin geliştirilmesine dikkat çekilmektedir.

Yurtiçi finansal serbestleşme sürecinde yaşanabilecek gelişmelerden biri de, mali piyasaların alt sektörleri (bankacılık, sermaye piyasası ve sigortacılık) arasındaki sınırların önemli ölçüde gevşetilmesi ve hatta kaldırılmasıdır.³² Yani, finansal gelişmeler bağlamında ve zaman içinde bankalar sermaye piyasası işlemleri yapmaya başlarken, diğer finansal kurumlar da daha önceleri bankalara özgü olan çeşitli hizmetleri sunmaya başlamışlardır. Ayrıca, finansal kurumlarda yaşanan yoğun rekabet kendisini finansal ürünler alanında da göstermiştir. Örneğin, krediler ve menkul kıymetler arasındaki farklar azalmış, dolayısıyla işletmeler finansman ihtiyaçları için borçlanmadan ziyade değişik türdeki menkul kıymetlere yönelmişlerdir. Bu anlamda finansman bonoları, değişken oranlı menkul kıymetler, sıfır faizli ve çok riskli tahviller klasik borçlanma araçlarının yerini almıştır.³³ Birçok ülke, yurtiçi finansal serbestleşme gerçekleştirildikten sonra uluslararası finansal piyasalarla bütünleşmek amacıyla yurtdışı finansal serbestleşmeye yönelmiştir.

³² Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalarda Gelişmeler ve Türkiye**, Mart Matbaacılık, Ankara, 2002, s. 58.

³³ Muharrem Afşar, **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 1558, Eskişehir, 2004, s. 59.

1.2.2.2. Yurtdışı Finansal Serbestleşme

Yurtdışı finansal serbestleşme, yerleşiklerin döviz cinsinden varlık ve yükümlülük elde etmelerini kolaylaştıran ve yabancıların ulusal piyasalarda işlem yapabilmelerini sağlayan bir süreci ifade etmektedir. Bu süreçte, ülke vatandaşları uluslararası finansal piyasalarından serbestçe borçlanabilmekte, yabancılar yerli finans piyasalarında yatırım yapabilmektedirler. Vatandaşların yurtdışına sermaye transferine ve dışarıda varlık tutmalarına izin verilmekte, yabancıların yerli finans piyasalarında borç verip kredi kullanabilmeleri sağlanmaktadır. Ayrıca, vatandaşların yabancı para cinsinden borçlu-alacaklı ilişkisine girebilmeleri serbest hale getirilmektedir.³⁴

Dış finansal serbestleşme denildiğinde, genellikle, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi akla gelmektedir. Doğrudan yabancı sermaye girişlerinin dışında, kısa vadeli spekülatif sermaye ve portföy yatırımları girişlerinin de serbestleştirilmesi, dış finansal serbestleşmenin en önemli basamağıdır.

Ülkeler dış finansal serbestleşme politikaları kapsamında, uluslararası finansal piyasalar ile bütünleşmenin sağlanmasını ve döviz kurlarının müdahalelerden arındırılarak piyasa koşullarında belirlenmesini temin ederek temelde dışarıdan sermaye girişini sağlamayı amaçlamışlardır. Ülkelerin finansal serbestleşmeden bekledikleri diğer faydalar şu şekilde sıralanabilir.³⁵

- Sermaye hareketlerinde serbestleşmenin getirdiği rekabet nedeniyle, sermaye piyasasının uzmanlaşmayı teşvik etmesi ve uluslararası ticarete verimliliğin artışı,
- Tasarrufların en verimli alanlarda kullanılması ve ekonomideki kaynakların etkin kullanımı,

³⁴ Yasemin Türker Kaya, **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**, Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları, Yayın No: 2487, Ankara, ss. 8-9.

³⁵ Muhsin Kar , Akif Kara, “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, DTM Dergisi, Sayı: 29, 2003, Erişim:14.04.2005, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2003/sermayeyuzde20hareketleri.htm>

- Bireylerin, portföy çeşitlendirmesi yoluyla yurt içi şoklardan etkilenmeyen istikrarlı bir gelir elde etme imkanına sahip olabilmeleri,
- Sermayenin serbest dolaşımı sağlandığında uzun dönemde faktör gelirlerinin eşitlenmesi yönünde bir eğilim olması.

Finansal küreselleşmenin itici gücü olan finansal serbestleşmenin benimsenmesinde 1980’li yıllarda ön plana çıkan iktisadi düşüncenin rolü büyüktür. Bu görüş, tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağı temeline dayanmaktadır. Bu düşünceye göre, dış finansal serbestleşme sonucunda tasarruflar sermaye darboğazı çeken ülkelere akacaktır. Diğer bir deyişle, büyüme ve istihdamı gerçekleştirmek için yurtiçi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranını yükselterek, tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları çekilecektir. Bu süreç gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları uluslararası faiz oranına düşünceye kadar devam edecektir.

Finansal liberalleşmeye bağlı olarak bu beklentiler doğrultusunda gerçekleşen kısa vadeli sermaye hareketleri (portföy yatırımları, tahvilleri, mevduat sertifikası, ticari kağıt ve hisse senedi) gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin önemli bir bileşeni haline gelmiştir. 1990’lı yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımları özel sermaye akımlarının önemli bir kısmını oluşturmuş ve özel sermaye hareketleri içerisindeki banka kredilerinin payı azalırken, portföy yatırımlarının payı artmıştır.

Dünya genelinde uygulanmaya başlanan finansal serbestleşme politikalarının doğal bir sonucu olarak, sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla birlikte, bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmelerin de katkısıyla, piyasalar yeni finansal araçlarla derinleşmiş ve gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya ölçeğindeki hareketine imkan sağlanmıştır.³⁶

³⁶ Şeyda İnandım, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği, (TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2005, s. 5.

Finansal serbestleşme sürecinde türev araçlar da denilen, opsiyon, futures, swap v.b. araçların önemi artmaya başlamıştır. Bunun nedeni ise, bu araçların piyasa katılımcılarına karşılaştıkları yeni riskleri yönetebilme imkanı sağlamasıdır. Ayrıca, bu araçlar ikinci el piyasalarının olması, likit olmaları ve işlem maliyetlerinin düşük olması gibi sebeplerle çok çabuk kabul görmüştür. Türev araçların yaygınlaşması döviz, para ve sermaye piyasalarında kısa süreli fonların kardan ve rizikodan kaçınma dürtüsüyle daha hızlı ve serbestçe hareket etmesine yol açmıştır.

1970’li yılların ortalarından itibaren gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulanan finansal serbestleşme politikaları, mali piyasaların globalleşmesini ve entegrasyonunu teşvik etmiş, uluslararası alanda rekabetin artmasına ve piyasaların gelişmesine neden olmuştur.

1.3. FİNANSAL SERBESTLEŞMEYE YÖNELİK YAKLAŞIMLAR

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

Literatürde finansal serbestleşmenin sonuçları konusundaki tartışma genel hatlarıyla McKinnon-Shaw yaklaşımı ve Yapısalcı yaklaşım etrafında toplanmaktadır.³⁷ Neo-Keynesyen yaklaşım, Post-Keynesyen yaklaşım ve Grabel tarafından geliştirilen “Spekülatif Gelişme” modeli ise literatüre yapılan diğer katkılardır.

³⁷ Melih Nemli, “Mali Liberalleşme: McKinnon-Shaw Yaklaşımı, Yapısalcı Yaklaşım ve Türkiye Örneği”, **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**, Sayı: 5, 1990, ss. 58-59.

1.3.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımı

Teorik temellerini Stanford Okulunun tanınmış iktisatçılarından McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'un çalışmalarından alan “finansal serbestleşme kuramı” Neo-klasik finans teorisinin gelişmekte olan ülkelere uyarlanmış versiyonudur.³⁸

McKinnon-Shaw yaklaşımı, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal baskı politikalarının, faiz oranları ve döviz kurları gibi finansal fiyatları bozduğunu; finansal olmayan varlıklarla karşılaştırıldığında finansal sistemin reel büyüklüğünü ve ekonominin büyüme hızını düşürdüğünü savunmaktadır.³⁹ McKinnon-Shaw yaklaşımına göre, finansal açıdan baskı altına alınan bir ekonomide faiz oranlarının denge oranının altında sabitlenmesi tasarrufların ve dolayısıyla banka mevduatlarının azalmasına, yatırımların ise optimal düzeyinden düşük gerçekleşmesine yol açmaktadır.⁴⁰ Bu sorunların çözümü, finansal piyasaların doğrudan serbestleşmesidir. Finansal serbestleşme ise, nominal faiz oranına piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan mali baskı uygulamasına ve kredi sınırlamalarına son verilerek, faiz oranlarının idari kararlar dışında serbest piyasa koşullarına göre oluştuğu bir süreci ifade etmektedir.

McKinnon-Shaw yaklaşımına göre, gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşme sürecine girilmesiyle, serbest bırakılan faiz oranları yükselerek tasarruf-yatırım dengesini sağlayan önemli bir değişken haline gelecek ve böylece finans kesimi ile piyasalara ilişkin tüm bilgileri taşıyan bir gösterge niteliğini kazanacaktır. Faiz oranlarının yükselmesine bağlı olarak tasarruflar artacak, bu da yatırıma dönüştürülebilecek kaynakları artırarak ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır.⁴¹ Ayrıca, tasarruflardaki artış kamunun tüketim lehine olan tercihini tersine çevirerek anti-enflasyonist bir etki yaratacaktır.⁴² Finansal serbestleşmenin tasarrufları, reel

³⁸ Williamson, Mahar, a.g.e., s. 8.

³⁹ Uğur Emek, “Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri”, **Rekabet Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 3, 2000, s. 64.

⁴⁰ Baptiste Venet, “Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme:Literatüre Eleştirel Bir Bakış”, Çev. Canan Özeltay, **İktisat Dergisi**, 2003, s. 62.

⁴¹ Kadir Eser, “Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri”, **Hazine Dergisi**, Sayı: 1,1996, ss. 22-23.

⁴² Nemli, a.g.m., s. 59.

yatırım fırsatları karşısında sermaye hareketleri yoluyla küresel olarak yayması, ülkeler arasındaki yatırımın getirisini eşitleyecektir.⁴³

Bütün olumlu beklentilere karşın McKinnon-Shaw yaklaşımı çok az istisna dışında beklenen sonuçlara ulaşamamıştır. Özellikle, finansal serbestleşme ile yükselen faizler, tasarruf ve yatırımları uyarmada başarısız olurken, dış tasarrufları (dış borçları) beklenmedik ölçüde artırmıştır. Benzer şekilde, finansal serbestleşme iç borçlarda da önemli artışlara yol açmıştır. Büyük bankalar ve uluslararası piyasalarla bağlantısı olan işletmeler ucuz kredilere ulaşabilirken, yüksek maliyetlerle yurtiçi piyasalardan kredi alan küçük işletmelerin borçları sürekli olarak yükselmiştir. 1980'lerin ortasında yeni serbestleşen bu finansal piyasalar çökerken, hükümetler kaçınılmaz olarak finansal piyasalara müdahale etmişlerdir.⁴⁴

Ayrıca, ampirik bulgular, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin tasarrufların uluslararası dağılımında iyileşmeye neden olmadığını göstermektedir. Uluslararası sermaye yatırımlarının getirileri arasındaki farklılıklarda bir kapanma ya da uzun dönem reel faizlerde bir düşüş görülmemiştir.⁴⁵

1.3.2. Yapısalcı Yaklaşım

Finansal serbestleşme politikalarının uygulanmasıyla elde edilen bulgular ile bu teorinin öngörülleri arasında görülen uyumsuzluk finansal serbestleşme teorisinin eleştirilmesine neden olmuştur. Bu konuda en önemli eleştiri Taylor'un (1983) öncülük ettiği Yapısalcı okuldan gelmiştir. Finansal serbestleşmenin ekonomi üzerinde olumlu etkileri olacağını savunan McKinnon-Shaw yaklaşımının aksine; yapısalcı yaklaşım, finansal serbestleşmenin enflasyonu arttıracığını ve ekonomik büyümeyi yavaşlatacağını ileri sürmektedir.⁴⁶

⁴³ Kaya, a.g.e., s. 7.

⁴⁴ Oğuz Esen, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 145, 1998, s. 25.

⁴⁵ Kaya, y.a.g.e., s. 7.

⁴⁶ Nemli, a.g.m., s. 59.

Fry'a (1988) göre, "yapısalcı modeller", McKinnon-Shaw modelinden farklı beş iddia üzerine şekillenmektedir:⁴⁷

- Ücretler, dışsal bir şekilde belirlenmektedir.
- Enflasyon, çalışanların ve sermayedarların göreceli ağırlığına göre belirlenmektedir.
- Tasarrufun kaynağı ücretler değil, kardır.
- Fiyatlar genel düzeyi, çalışma maliyetleri, ithalat ve üretken sermayenin finansmanı üzerindeki sabit oranlara göre belirlenmektedir.
- Gelişmekte olan ülkeler birincil madde ve ara mal ithalatlarına önemli oranda bağımlıdır.

Yapısalcı yaklaşımda, faiz maliyetleri işletme sermayesi maliyetine dahil edilmektedir. Finansal serbestleşme sonucu faizlerde ortaya çıkacak bir yükselme, üretim maliyetini arttırmakta ve bu artış mark-up fiyatlama* yöntemiyle fiyatlara yansıtılmaktadır. Yani, finansal serbestleşme, faiz oranlarının yükselmesine yol açarak enflasyonu hızlandırıcı bir etki yapmaktadır.

Yapısalcı yaklaşımı McKinnon-Shaw yaklaşımından ayıran diğer bir nokta, gayriresmi mali piyasaların analize açıkça dahil edilmesidir. McKinnon-Shaw yaklaşımında, kamunun tasarruflarını değerlendirmek için sahip olduğu seçeneklerin; bankada mevduat hesabı açmak, dayanıklı tüketim malları satın almak, para tutmak veya altın, gayrimenkul gibi üretken olmayan yatırımlar yapmak olduğu varsayılmıştır. Yapısalcı yaklaşımda, bunlara ilaveten, tasarruf sahibinin parasını gayriresmi piyasada da ödünç verebileceği dikkate alınmaktadır.⁴⁸

Yapısalcı yaklaşıma göre, finansal serbestleşme sonucunda serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile resmi bankacılık kesiminde toplanan mevduat artarken, gayriresmi mali kesimde toplanan fonlar azalacaktır. Gayriresmi piyasadan

⁴⁷ Venet, a.g.m., s. 65.

* Mark-up fiyatlama, fiyatların doğrudan maliyetleri karşılayacak ve ek olarak da belli bir kar yüzdesi sağlayacak biçimde belirlenmesidir.

⁴⁸ Nemli, a.g.m., ss. 59-60.

bankacılık kesimine olan fon akışı, her iki sistemde toplanan yatırıma dönüştürülebilir kaynakların azalmasına yol açacaktır.⁴⁹ Sonuç olarak, yatırımlar düşecek ve ekonomik büyüme yavaşlayacaktır. Ekonomik büyümedeki bu yavaşlama, toplam arzı aşağıya çekecek ve yüksek faizler dolayısıyla artan üretim maliyetlerine ilave bir enflasyonist etki ortaya çıkacaktır.⁵⁰

Yapısalcı yaklaşımın öncülerinden Taylor'un analizinin en önemli sonucu; gelişmekte olan ülkelerin mevcut finansal yapılarının, faiz hadlerini rekabetçi piyasa koşullarında düzeltme adına yapılan reformlar ile basit bir biçimde formüle edilemeyeceğidir. Bu görüşe göre, finansal serbestleşme reformu başarılı olsa dahi; bu başarı finansal sistemin sermaye birikiminin peşinden dalgalanan istikrarsız bir yapıya dönüşmesine neden olacaktır. Sonuç olarak, yatırım ve teknolojinin merkezi otorite tarafından doğrudan uyarılması ya da yönlendirilmesi sürdürülebilir bir kalkınma için daha istikrarlı bir yöntemdir.⁵¹

1.3.3. Neo-Keynesyen Yaklaşım

Neo-Keynesyen yaklaşıma göre, finansal serbestleşme, her zaman tasarrufları ve yatırımları arttırarak büyümeyi hızlandırıcı ve enflasyonu düşürücü etki yapmamaktadır. Neo-Keynesyen yaklaşım, gelişmekte olan ülkelerde finans sektörünün istikrarsız ve kırılğan bir yapıya sahip olduğunu savunmaktadır. Finansal sistemde yaşanan bu olumsuzluklar, finans piyasalarının kendine özgü yapısından kaynaklanmaktadır. Kredi piyasasının mükemmel olarak ve tam bilgi ile çalışması halinde, kredilerin etkin bir şekilde kullanıcılara aktarılması beklenmektedir. Bu özelliklere sahip bir kredi piyasasında denge, faiz oranı vasıtasıyla sağlanacaktır. Ancak, bu ideal durum asimetrik bilgi sorunu yüzünden çoğu zaman geçerli değildir.

Finans piyasalarının en önemli aktörlerinden biri olan bankaların karşı karşıya kaldığı temel bilgi problemi, kredi olarak verdikleri paranın nasıl kullanıldığını bilmemeleridir. Kredi piyasasında fon sağlayanlar, fon kullanan kesimi kolayca

⁴⁹ Eser, a.g.m., s. 24.

⁵⁰ Nemli, y.a.g.m., s. 60.

⁵¹ Emek, a.g.m., s. 67.

izleyememekte ve verdikleri kredinin yerinde kullanılıp kullanılmadığı hakkında bilgi sahibi olamamaktadırlar. Fon talep edenler ise aldıkları kredinin beklenen getirisini fon sağlayandan daha iyi bilmektedirler. Kredi piyasasındaki bu asimetrik bilgi piyasa katılımcılarını etkilemektedir.

Asimetrik bilgiye ilişkin iki tür sorun ortaya çıkmaktadır. İlki, kredi sözleşmesinin yapılması öncesinde, ödünç verenlerin, ödünç alanların gerekli tüm özelliklerini görememesi dolayısıyla ortaya çıkan ters seçim sorunudur. Bu durumda, girişimci, projesinin beklenen getirisini bilmekte, fakat banka projenin beklenen getirisi hakkında herhangi bir bilgiye sahip olamamaktadır. Diğer bir ifadeyle, banka iyi ve kötü kredi risklerini birbirinden ayıramamaktadır. İkinci sorun ise, kredi verildikten sonra, ödünç verenin, ödünç alanın faaliyetlerini gözlemleyememesi ile ilgili olan ahlâki tehlike sorunudur. Bu sorunun kaynağı ise, ödünç alanların, kredileri riskli ama getirisi yüksek projelerde kullanma eğiliminde olabilmeleridir.⁵²

Bankalar asimetrik bilgi sorunu karşısında kredi tayinlaması* yoluna gitmektedir. Böylece faiz oranı artışlarını sınırlayarak kredi başvuru havuzunun kalitesindeki bozulmayı önlemeyi amaçlamaktadırlar.⁵³ Fakat, kredi tayinlaması süreci; fon ödünç verme, yatırım yapma ve reel ekonomik aktivitelerin azalmasına yol açmaktadır. Sonuç olarak, Neo-Keynesyenlere göre, faiz oranlarındaki bir artış yatırımları caydırıcı etki yaparak efektif talebi daraltmakta ve finansal bozukluklara yol açarak büyüme hızını düşürmektedir.

1.3.4. Post-Keynesyen Yaklaşım

Her ikisinin de teorik kaynakları Keynes olsa da, Neo-Keynesyen ve Post-Keynesyen yaklaşımlar birbirlerinden oldukça farklıdır. En önemli farklardan biri de, beklentilerin oluşumuyla ilgilidir. Post-Keynesyen yaklaşıma göre, finansal piyasaların arz ve talep tarafında yer alan iktisadi birimlerin beklentileri içsel olarak

⁵² Güler Aras, Alövsat Müslümov, “Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerine Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 222, 2004, ss. 55-65.

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

⁵³ Esen, a.g.m., s. 26-27.

oluşmaktadır. Beklentilerin içsel olması, yatırım projelerinin şimdiki ve gelecekteki getiri ve risklerinin belirsizliğinden kaynaklanmaktadır.⁵⁴

Post-Keynesyen yaklaşımda, geleceğin belirsiz olması, fertlerin alacağı kararlarda geleceğe ait beklentilerin önemli bir etkisi olması sonucunu doğurmuştur. Fertlerin geleceğe ait tahminleri birbirinden farklı olacağı için, alacakları kararlar da farklı olacaktır.⁵⁵ Bu bağlamda, rasyonel iktisadi birimlerin kararları sağduyularından etkilenmektedir. Ancak sağduyu da durağan değildir. Gelecek hakkında yanlış veya doğru kararlar alınabilmektedir. Gelecek hakkında belirsizliği azaltmak için uzun vadeli sözleşmeler yapılmalıdır. Bireysel davranıştan çok sürü psikolojisi önemlidir.

Post-Keynesyen yaklaşıma göre, tüketici zevkleri ve teknoloji devamlı olarak değişmekte ve bunların sonucunda ekonominin kurumsal yapısı da farklılaşmaktadır. Post-Keynesyenler bir ekonomide parasal sorunların kurumsal yapı ve kurumsal yapıyı oluşturan ekonomik aktörlerin davranışlarından ayrı düşünülemeyeceğini savunmaktadırlar. Onlara göre, fiyatların belirlenmesinde spekülasyonun ve spekülasyonun rolü büyüktür.

Post-Keynesyenlere göre, riski yüksek yatırımlar bazı dönemlerde rasyonel gözükebilmektedir. Bu durum aynı zamanda kendini besleyen bir süreçtir. Riski yüksek projelerden beklenen karlar realize oldukça, gelecek konusunda daha olumlu beklentiler oluşmakta, herkes tahminlerine daha da güvenmekte ve bunun sonucunda da güvenlik marjları daralmaktadır. Beklentilerin uyardığı ve rekabetin zorladığı piyasa dinamiklerinin en somut göstergesi, iktisadi konjonktürün farklı aşamalarında, farklı finansman biçimlerinde kendini göstermektedir. İktisadi birimler, iktisadi faaliyetlerin zirve aşamasında spekülatif finansmana daha fazla yönelmektedirler. Yani, uzun vadeli projeler kısa vadeli finanse edilmektedir. Bu tarz bir finansman, iktisadi birimleri faiz şoklarına ve kredi imkanlarındaki değişmelere karşı daha duyarlı yapmaktadır. Sonuçta, finansal sistem giderek daha kırılabilir hale gelmektedir.⁵⁶

⁵⁴ Esen, a.g.m., s. 27.

⁵⁵ Vural Savaş, **Keynesyen İktisat Yıkılırken**, Fatih Yayınevi, İstanbul, 1984, s. 160.

⁵⁶ Esen, y.a.g.m., s. 28.

Sonuç olarak; Post-Keynesyen yaklaşım, geleceğin belirsiz olduğunu ve böyle bir ortamın spekülâtif hareketlere neden olduğunu savunmaktadır. Post-Keynesyenler, McKinnon Shaw yaklaşımının tersine, finansal serbestleşme ile hız kazanan sermaye hareketlerinin spekülâtif hareketleri artıracakını ve ekonomik büyümenin olumsuz yönde etkilenebileceğini kabul etmektedirler.

1.3.5. Spekülâtif Gelişme Modeli

Spekülâtif gelişme modeli, Neo-Keynesyen ve Post-Keynesyen yaklaşımların bir sentezi olarak 1995 yılında Grabel tarafından geliştirilmiştir.⁵⁷ Grabel'e göre, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal serbestleşme politikalarının çok önemli arz ve talep etkileri bulunmaktadır.

Finansal serbestleşme uygulamalarının talep tarafına bakıldığında, yüksek kredi faizlerinin riskli yatırımcılara avantaj sağladığı görülmektedir. Finansal serbestleşme ile artan faizler, yatırımların bileşimini ve hacmini etkileyebilmektedir. Buna bağlı olarak düşük getirili ve düşük riskli yatırım projelerinin devre dışı kaldığı görülmektedir. Bunun sonucunda, kreditorler, ortalama kalitesi daha düşük bir borçlular grubu ile karşı karşıya kalmaktadır.

Finansal serbestleşmenin diğere bir etkisi, yeni piyasalar ve yeni finansal araçlar yaratmasıdır. Bu yeniliklerin tasarrufları teşvik ederken fonların reel sektör yatırımlarına yönelmesini kolaylaştırması beklenmektedir. Ancak uygulamada, bu yeniliklerin, finansal aktif fiyatlarındaki değişimlerden kar elde etme amaçlı kısa vadeli işlemleri kolaylaştırdığı görülmektedir. Finansal serbestleşme, aynı zamanda kısa ve uzun vadeli faiz farkına yol açarak spekülâtif yatırımlar lehine bir ortam yaratmaktadır.

Finansal piyasaların arz tarafına bakıldığında, en önemli soru, finansal serbestleşmenin kreditorlerin davranışlarını nasıl etkilediğidir. Finansal serbestleşme sonucu ortaya çıkan yeni araçlar ve beklentilerin uyardığı kredi işlemlerindeki

⁵⁷ Esen, a.g.m., s. 24.

değişiklikler sonucu kritik faiz oranı değişebilmektedir. Kreditörlerin ve borçluların beklentileri değiştikçe, kredi arz ve talebi de aynı şekilde artıp azalacaktır.

Finansal piyasaların arz tarafında güçlenen en önemli değişikliklerden biri de, finansal serbestleşme sonucu finansal kurumların rekabetçi baskılar altında kalmalarıdır. Finansal serbestleşme ile birlikte artan bu tür rekabetçi baskılar, finansal kurumları farklı bir ortamda kabul edilemeyecek projeleri finanse etmeye zorlayacaktır. Bunun sonucu olarak, daha önce ihtiyatlı davranan finansal kurumlar bile spekülative finansmana sürükleneceklerdir. Böylece, kaynaklar uzun dönemli ekonomik büyümeyi engelleyecek bir biçimde yanlış tahsis edilmiş olacaktır.

1.4. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Finansal serbestleşmenin tarihsel sürecine bakıldığında, 1870'lerden I. Dünya Savaşı (1914)'na kadar süren "Klasik Altın Standardı" döneminde serbestliğin tam anlamıyla mevcut olduğu görülmektedir.⁵⁸ Bu dönemde yürürlüğe giren altın standardı sistemi, uzun süre uluslararası parasal ve finansal işlemlere yön vermiştir. Böyle bir sistemde para, altın standardına bağlı olduğu için fiyatlar esnek, mal ve altın hareketleri tümüyle serbesttir. Burada dengeyi kuran öge, altın rezervlerinin ülkeler arasındaki hareketidir.⁵⁹ Ulusal paraların değerinin altın standardına göre belirleniyor olması döviz kuru istikrarını beraberinde getirdiği için bu dönemde finansal yatırımlar hareketlilik kazanmıştır.⁶⁰

1914-1945 yılları arasında, altın standardının tekrar tesis edilmeye çalışıldığı geçici bir dönemdeki yükselme hariç, sermaye akımlarının azaldığı görülmektedir. Bu dönemde uluslararası fiyatlar ve faizler arasındaki uyum tamamen bozulmuştur.

⁵⁸ Tahsin Bakırtaş, Sohbət Karbuz, "Finansal Küreselleşme ve Çevre Ülkelerin Durumu", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 215, 2004, ss. 94-95.

⁵⁹ Fazıl Tekin ve diğerleri, **Uluslararası Mali İlişkiler**, Açıköğretim Fakültesi Yayınları, 7.b., Yayın No: 514, Eskişehir, 2004, s. 58.

⁶⁰ Alkan Soyak (Der), **Küreselleşme İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşıtlıklar**, Om Yayınevi, İstanbul, 2002, s. 14.

Para krizlerinden kaçınmak ve altın stoklarını korumak için ülkeler yaygın bir şekilde sermaye kontrollerine yönelmişlerdir.⁶¹

II. Dünya Savaşı'nın ardından dünya ekonomisinde yaklaşık çeyrek yüzyıl süren bir büyüme ve refah süreci yaşanmıştır. Bretton-Woods (1945-1971) dönemi olarak da adlandırılan bu dönemde sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi görüşü kabul edilmiştir. Sermaye hareketleri, esas olarak, devletlerarası kredilere ve IMF kredilerine indirgenmiştir. IMF denetiminde sabit (ancak ayarlanabilir) döviz kurları sisteminin yürürlükte olduğu bu dönem, 1971 yılında ABD'nin diğer ülke merkez bankalarının ellerinde bulunan doları istenildiğinde altına çevirebileceği vaadini yerine getiremeyeceğini açıklamasıyla son bulmuştur.

Bretton-Woods sisteminin çöküşü, savaş sonrası sürdürülen genişletici Keynesyen politikaların terk edilmesine ve piyasa kurallarını öne çıkaran neo-liberal politikalara doğru bir geçişin yaşanmasına yol açmıştır. Ulus devletlerin sermaye hesaplarını giderek daha fazla birbirlerine duyarlı hale getiren bu gelişme sonucu yeni dönemde dünya para ilişkisini yönlendiren temel kural da dalgalı (esnek) kur sistemi olmuştur. Döviz kurunun değerinin piyasaya terk edilmesiyle sermayenin uluslararası hareketi üzerindeki temel sınırlama kaldırılmış ve böylelikle faiz, sermaye hareketlerini belirleyen en önemli değişken olarak tüm iktisat politikalarının merkezine yerleşmiştir.

Para sisteminin çöküşü dünya mal fiyatlarındaki dalgalanmaları ve ardından 1973 yılında yaşanan petrol şokunu getirmiştir. 1978 yılında ABD'nin artan enflasyon ve cari açıklarına müdahale etmek amacıyla faizleri yükseltmesi çevre ülkelerin borç anapara ve faiz yükümlülüklerinin sürdürülemeyecek ölçüde artmasıyla sonuçlanmıştır. Bu parasal şokun yarattığı olumsuz etkiye, 1978'de petrol fiyatlarındaki ikinci şokun eklenmesiyle, çevre ülkelerin borçlarını ödemeleri neredeyse imkansızlaşmış ve borç krizleri olarak adlandırılan bir sürece girilmiştir.⁶²

⁶¹ Turan Yay, "Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme", **İktisat Dergisi**, Sayı: 438, 2003, ss. 16-17.

⁶² Nurhan Yentürk ve diğerleri, **Türkiye Ekonomisi**, Açıköğretim Fakültesi Yayınları, Yayın No: 836 Eskişehir, 2004, ss. 153-156.

1970'lerin ikinci yarısından itibaren baskın hale gelen piyasaların serbestleşmesi ve sermayenin sınır tanımaksızın hareket kabiliyeti kazanması 1980'lerin sonunda yeni bir dünya stratejisi olarak gelişmekte olan ülkelere sunulmuştur. Washington Consensus (uzlaşma) adıyla bilinen bu yaklaşımla faiz oranlarının serbestleşmesinin finansal araçları arttırarak finans sisteminde derinleşme ve etkinlik meydana getireceği savunulmaktadır.⁶³ Serbestleşme sürecini takip eden ülkeler, finansal daralmaya yol açan kontrollerin ve sınırlamaların kaldırılması anlamında, ilk adım olarak nominal faiz oranlarının hükümet tarafından değil, bankalarca tespit edilmesiyle faiz oranlarının arz ve talebe göre belirlenmesini sağlamışlardır. Daha sonra, uluslararası finansal piyasalar ile bütünleşmenin sağlanması ve döviz kurlarının müdahalelerden arındırılarak piyasa koşullarında belirlenmesine yönelik düzenlemeler yapmışlardır.⁶⁴

Son otuz yıl içerisinde, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke, finansal sistemlerini serbestleştirme yönünde hareket etmiştir. Bu ülkeler, faiz oranlarına uyguladıkları sınırlamaları gevşetmiş ya da tamamen ortadan kaldırmış, zorunlu rezerv gereksinimlerini ve piyasaya giriş engellerini azaltmış, birçok banka ve sigorta şirketini özelleştirmiştir. Ayrıca, bazı ülkeler, yerel hisse senedi piyasalarının gelişimini ve yurtiçi finansal araçların bu piyasalara girişini teşvik etmiştir.⁶⁵

1.5. FİNANSAL SERBESTLEŞME UYGULAMALARI

Gelişmiş ya da gelişmekte olan birçok ülkede, finansal serbestleşme süreci gerek hız, gerekse sıralama açısından büyük ölçüde farklılık göstermiştir. 1970'li yıllarda ABD, İngiltere ve Japonya'da finans piyasalarını sınırlayan düzenlemeleri ortadan kaldırmak amacıyla başlatılan yapısal uyum ve istikrar politikaları, daha sonra Latin Amerika ve gelişmekte olan ülkelerde yoğun olarak uygulanmaya

⁶³ M. Fatih İstemihan, "Finansal Küreselleşme ve Para Politikalarına Etkileri", Erişim:15.05.2005, http://www.akademiktisat.net/finansal_kuresellesme_para_politikasi_istemihan.htm

⁶⁴ Mehmet Alagöz, "Küreselleşme Sürecinde Türkiye'deki Finansal Liberalizasyon Politikalarının Sorgulanması", **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı: 491, 2005, s. 77.

⁶⁵ Aslı Demirgüç Kunt, Enrica Detragiache, "Financial Liberalization and Financial Fragility", **IMF Working Paper**, June 1998, Erişim:22.06.2005, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9883.pdf>

başlanmıştır. 1974 yılında ABD, 1979 ve 1980 yıllarında İngiltere ve Japonya, 1981 yılında da Almanya serbestleşmeye yönelik adımlar atmışlardır.

Serbestleşme hareketleri içinde ABD’de; banka faiz oranları üzerindeki sınırlamalar kaldırılmış, bankacılık ve sermaye piyasalarını birbirinden ayıran sınırlar gevşetilmiş, sadece yetki aldığı eyalette bankacılık yapabilme zorunluluğu getiren bölgesel bankacılık düzenlemelerinden, ulusal bankacılığa geçilmiştir.

İngiltere ise 26 Ekim 1986’da yürürlüğe koyduğu, “Bing Bang” olarak da bilinen, kararlarıyla Londra Borsası’nı uluslararası işlemlere açmış, broker ile aracı kurum arasındaki ayırımları kaldırmış, yabancı bankaların İngiliz aracı kurumlarının tamamına sahip olabilmesine imkan tanımıştır.⁶⁶

Uluslararası finansmanda önemli bir yere sahip olan Japonya’da, mali piyasaların serbestleşmesi ile ilgili gelişmeler diğer gelişmiş ülkelere ve hatta bazı yeni gelişen piyasalara göre oldukça yavaş bir seyir izlemiştir.⁶⁷ 1979’da faiz oranları üzerindeki engeller kaldırılmaya başlanmıştır. Sabit vadeli mevduat faiz oranları üzerindeki kısıtlamalar 1993’te, vadeli mevduat faiz oranları üzerindeki kısıtlamalar 1994’te kaldırılmıştır. Sermaye girişleri üzerindeki kontroller 1979’dan sonra, sermaye çıkışları üzerindeki kontroller ise 1980’lerin ortalarında gevşetilmiştir.

Finansal sektörü serbestleştirmeye yönelik ilk önemli çabalar 1970’lerin sonlarında Latin Amerika ülkelerinde gerçekleşmiştir. Arjantin ve Şili’de uygulanan serbestleşme politikaları ile önce sabit faiz oranları üzerindeki kontroller kaldırılmıştır. Faiz oranlarının serbestleşmesine kamu bankalarının özelleştirilmesi, sektöre girişte sınırlayıcı tüm önlemlerin ve para otoritelerin bankacılık faaliyetleri üzerindeki her türlü gözetiminin ortadan kaldırılması eşlik etmiştir. Finansal serbestleşmeden kısa bir süre sonra sermaye giriş ve çıkışı önündeki tüm engeller ortadan kaldırılmıştır. Her iki ülkede de yaşanan hızlı sermaye girişleri ve dış borç artışı, şiddetli makro ekonomik krizle sonuçlanmıştır.⁶⁸

⁶⁶ Soyak, a.g.e., s. 20.

⁶⁷ Alp, 2000, ss. 100-101.

⁶⁸ Williamson, Mahar, a.g.e., ss. 34-47

Latin Amerika ülkelerinde, Şili’de olduğu gibi, tam bir finansal serbestleşme söz konusu iken, Güneydoğu Asya ülkelerinde, Güney Kore ya da Tayvan’da olduğu gibi, uygulama oldukça temkinli gerçekleşmiştir. 1980’li yılların başına kadar, komşuları Japonya’dan etkilenen Güney Kore ve Tayvan, dünya sermaye piyasalarından görece izole olmuş, bankacılık sektörünün büyük oranda devlet tarafından düzenlendiği bir finans sistemi oluşturmuştur. Finansal serbestleşme sürecinde, bankacılık sektörü düzenlemeden kurtarılmış, sabit oranlar kısmen serbest bırakılmış, bazı büyük ticari bankalar özelleştirilmiş ve yeni finansal araçlar oluşturulmuştur. Bununla birlikte yurtiçi sermaye ve para piyasaları yabancı yatırımcılara kapalı tutulmuştur. Bir paradoks olarak, serbestleşme sonrası her iki ülkede de, baskı altına alınmış bir finans sektörüne rağmen, ekonomik büyüme yaşanmıştır.⁶⁹

1990’lı yıllarda Asya ülkeleri sermaye girişlerini yönetmekte Latin Amerika ülkelerine göre daha başarılı olmuşlardır. Bunun en önemli nedenlerinden biri, Doğu ve Güneydoğu Asya ülkelerinde liberalleşmenin başarılı bir ithal ikamesi döneminin arkasından gelmiş olmasıdır. Bu ülkeler ithal ikameci sanayileşme döneminde, yeni oluşturulan sanayilerini korumada başarılı olmuş ve uluslararası rekabet gücü yüksek bir sanayi yaratmışlardır.⁷⁰ Güney Kore ve Tayvan’da yaşanan serbestleşme sürecinin başarısı ise, her iki ülkede de serbestleşmenin oldukça geç ve kısmen yaşanmasına bağlanmaktadır.

1980’li yılların sonlarına doğru, başta ABD olmak üzere, gelişmiş ülkelerde, büyüme yavaşlamış ve faiz oranları düşmüştür. Gelişmiş ülkelerin içinde bulunduğu bu durum, sermayenin diğer ülkelerde yüksek kazanç arayışına girmesine ve gelişmiş ülkelere çıkmasına neden olmuştur.⁷¹ Aynı dönemde Latin Amerika ve Güney Doğu Asya’nın gelişmekte olan ekonomilerinde görece daha yüksek faizli yatırım alternatifleri, söz konusu fonların bu ülkelere yönelmesine neden olmuştur. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin dış kaynak kullanımlarını artırırken, bu ülkelerde

⁶⁹ Venet, a.g.m., ss. 68-69.

⁷⁰ Kaya, a.g.e., s. 15.

⁷¹ Ahmet Ulusoy, Birol Karakurt, “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 223, 2004, s. 107-108.

ekonomik performansı kısa vadeli fon akımlarına karşı duyarlı hale getirmiştir. Bu tür kısa vadeli fon akımları, gelişmekte olan birçok ülkede istikrarsızlık kaynağı olmuştur. Döviz kurlarında dalgalanma ve ani sermaye çıkışları yaşayan ülkeler finansal krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Meksika (1994), Güney Doğu Asya Ülkeleri (1997), Rusya (1998), Brezilya (1999), Türkiye (1994 ve 2000-2001) ve Arjantin (2001) bu tip krizleri yaşayan ülkeler arasında sayılmaktadır.⁷²

Kısaca, 1970’li yıllarda başlayan finansal serbestleşme politikaları, çeşitli ülkelerde gerek hız, gerekse sıralama açısından farklı yoğunluklarda uygulanmıştır. Finansal serbestleşme bazı ülkelerde gözle görülür bir başarısızlıkla sonuçlanırken, bazı ülkelerde tasarruflarda az da olsa bir artış gözlenmiş ve finansal sektör derinleşmiştir. Uygulamada, finansal serbestleşmeden beklenen sonuçlar ortaya çıkmasa da, bu kavram kendisine yöneltilen eleştirilerle zenginleşmiştir.

1.6. FİNANSAL SERBESTLEŞME UYGULAMALARINA YÖNELİK DEĞERLENDİRMELER

1990’lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizler ve bu krizlerin yaratmış olduğu sorunlar finansal serbestleşme olgusunun yeniden gözden geçirilmesini gerekli kılmıştır. Bu bölümde yapılacak değerlendirmeler; finansal serbestleşmenin etkileri, serbestleşmede zamanlama ve sıralama sorunu ile politika önerileri olmak üzere üç bölümde ele alınacaktır.

1.6.1. Finansal Serbestleşmenin Etkileri

Ulusal mali piyasaların serbestleşmesi ile birlikte hızla büyüyen sermaye akımlarının ülke ekonomileri üzerinde olumlu ve olumsuz etkileri bulunmaktadır.

⁷² Muhsin Kar, M. Akif Kara, “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı: 481, 2004, s. 77-78.

1.6.1.1. Olumlu Etkileri

Finansal serbestleşmeden beklenen olumlu sonuçlar, teorik olarak; tasarrufların artması, finansal maliyetlerin azalması, daha yüksek büyüme hızları, daha etkili düzenlemeler, fonların etkin dağılımı, kredi olanaklarının artması, parasal kontrol ve finansal derinleşmedir.⁷³

Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve ulusal paraların konvertibilite sürecine sokulması, finansal derinliği artırmakta ve bu da ekonomik gelişmeyi olumlu yönde etkileyebilmektedir.⁷⁴ Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişi, bu ülkelerde ulusal kaynakların elverdiği düzeyin üzerinde harcama ve yatırım imkanı sağlamaktadır. Kaynak kullanımının genişlemesi sonucunda yatırım oranının yükselmesi, ulusal tasarruflarla sürdürülebilecek ekonomik büyümenin ötesinde üretim ve gelir artışı sağlanması, yani ekonominin daha hızlı büyümesi sonucunu doğurmaktadır. Bununla birlikte, yabancı yatırım ve yardımların gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerine yaptığı katkı konusunda iktisatçılar arasında kesin bir fikir birliği yoktur. Örneğin, Rosenstein-Rodan (1961) ve Chenery ve Strout (1966) tüm sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerin verimliliğine katkı yaptığını ve bu yüzden onların büyüme oranlarını arttırdığını söylerken, daha radikal düşünen Griffin, Enos (1970) ve Weisskopf (1972) bu açıklamayı reddetmişlerdir.⁷⁵

Sermaye girişi dışarıdan finansman bulma ve daha yüksek bir ekonomik büyüme için potansiyel kaynak yaratma anlamına gelmektedir. Özellikle sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda daha sığ olan piyasalar ile daha derin finansal piyasalar birbirlerine yaklaşmakta ve kaynak dağılımında etkinlik sağlanmaktadır.

⁷³ Muhannad El-Mefleh, “ Financial Liberalization In Theory Versus Reality” , Erişim:22.08.2005, <http://iba-website.org/journal/journal2003/paper5.pdf>

⁷⁴ Alagöz, a.g.m., s. 80.

⁷⁵ Ulusoy, Karakurt, a.g.m., ss. 110-11.

Finansal serbestleşme ile birlikte ülkelere girişi artacak olan yabancı sermaye, üretimin artmasına, yeni teknoloji ve yönetim bilgisinin gelmesine, rekabeti geliştirerek ülke ekonomisinin dinamizm kazanmasına, ülkeye döviz girişinin sağlanmasına, ihracatın artmasına ve finansal piyasaların gelişmesine katkıda bulunmaktadır. Başka bir ifade ile, kriz dönemleri dışında normal zamanlarda finansal serbestleşme, derinliğin artması yoluyla da, reel sektöre, nispeten uzun vadeli, düşük maliyetli büyük miktarda kredilere ulaşma imkanı sunmaktadır.⁷⁶

Öte yandan dışarıya kredi vermek suretiyle hane halkı ve firmalar, yurtiçi ekonomik konjonktür karşısındaki kırılganlıklarını azaltabilmekte, şirketler yurtiçindeki ani maliyet artışlarına karşı kendilerini başka ülkelerde yaptıkları yatırımlar sayesinde koruyabilmektedir. Böylece sermayenin hareket kabiliyeti yatırımcılara daha yüksek riske karşı kar oranlarını ayarlayabilme şansı vermektedir.⁷⁷

1.6.1.2. Olumsuz Etkileri

Ulusal mali piyasaların serbestleştirilmesi, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akışını hacim olarak genişletmekle birlikte, aynı zamanda makro ekonomik dengeleri bozan etkiler de yaratmaktadır.⁷⁸

Finansal serbestleşme sonucu, aşırı sermaye girişine bağlı olarak yerli paranın değer kazanması ihracatçı sektörlerin rekabet gücü ve dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etki yarattığı gibi ekonomiyi ithalata bağımlı hale getirmekte, bunun sonucunda uluslararası rekabet gücü azalmaktadır. Ayrıca, aşırı sermaye girişi ile birlikte cari açığın artması, yabancı yatırımcılarda güven bunalımı ve devalüasyon beklentisi içine girilmesi ani sermaye çıkışlarına yol açmaktadır.⁷⁹

⁷⁶ Alagöz, a.g.m., ss. 80-81.

⁷⁷ Soyak, a.g.e., s. 17.

⁷⁸ Taner Berksoy, Burak Saltoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 58, İstanbul, 1998, s. 34.

⁷⁹ Serap Durusoy, "Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri", **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı: 18, Erişim: 01.09.2005, [http:// www.dtm.gov.tr/ ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm](http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm)

Serbestleşme sürecinin getirdiği diğer bir olumsuz gelişme, ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereksinimini karşılama işlevini yüklenen sermaye hareketlerinin, bu işlevden uzaklaşarak, daha çok arbitraj kazancı kovalayan, spekülatif nitelikli para hareketlerine dönüşmüş olmasıdır. Bu dönüşüme paralel olarak ortaya çıkan sermaye akımlarının hem vadesi kısalmış, hem de daha oynak ve hareketli hale gelmiştir. Ayrıca sermaye akımlarında yaşanan bu değişim, sermayenin resmi kaynaklardan özel piyasalara kaymasına ve ülkelerin resmi kanallardan doğrudan borçlanması yerine uluslararası piyasalardan borçlanmasına yol açmıştır. Bu yüzden sermaye hareketlerinin cari işlemler ile olan bağlantısı zayıflamış ve kendi dinamikleri çerçevesinde hareket etme sürecine girmiştir. Bu niteliksel değişimler sermaye akımlarının bileşimini de etkilemiş, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları içinde kısa vadeli sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının oranı hızla büyümüştür.⁸⁰

Mali piyasalar ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi mali piyasaların etkinliğini artırırken, bir yandan da mali piyasaların kırılabilirliğini artırmakta ve bazı yeni ve karmaşık risklerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.⁸¹ Sermaye hareketleri özellikle kısa vadeli spekülatif sermaye hareketleri şeklinde gerçekleştiğinde piyasalarda istikrarı bozarak para politikasının güvenilirliğini azaltmaktadır. Bu süreçte Merkez Bankalarının para otoritesi işlevi giderek kısıtlanmakta, ulusal ekonomilerin para piyasaları da dışsal öğelerin spekülatif dalgalanmaları altında kontrolden çıkmaktadır. Böylece ulusal ekonomilerin reel sektörleri ve finans kesimi birbirinden giderek uzaklaşmakta ve aynı zamanda spekülatif kazançları besleyerek gelir dağılımında bozulmaya yol açmaktadır.⁸²

Sermaye girişindeki artışın diğer bir makro ekonomik etkisi de, yüksek miktarda sermaye girişi sonucu yurtiçi finansal piyasalardaki yoğunlaşmadır. Finansal piyasaların gelişmekte olan ülkelerde yeterince derinleşmemiş olması, yüklü bir fon girişinin ekonomi üzerinde olumsuz etkiler yaratmasına neden

⁸⁰ Alagöz, a.g.m., s. 81.

⁸¹ Samih Güven, "Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 185, 2001, s. 79-98.

⁸² Alagöz, y.a.g.m., s. 83.

olmaktadır. Fonların etkin bir şekilde, verimli yatırımlarda kullanılmaması kredilerin geri ödeme sürecinde, kredilerin zamanında ödenmemesinden iflaslara kadar uzanan ve genel olarak ‐ahlaki çöküntü‐ (moral hazard) denilen, sorunlar yaratmaktadır. Bu fonlar özellikle spekülâtif nitelikteyse, ekonomide yarattığı ısınma bazı ülkelerde finansal bir krizin ilk adımını teşkil etmektedir. Spekülâtif sermaye hareketleri, özellikle faiz farkının yarattığı kısa dönem karlılığı değerlendirmeye yönelik olduğu için, menkul varlıkların değeri üzerinde yapay dalgalanmalar ve suni fiyat artışları yaratmaktadır.⁸³

Finansal serbestleşme uygulamaları bankacılık sektörünü de derinden etkilemektedir. Faiz tavanlarının kalkması ile faiz oranlarının artan volatilitesi, (oynaklığı) banka bilançolarını daha riskli hale getirmektedir. Böyle bir ortamda bankacılık kesimi birçok sorunla karşı karşıya kalmaktadır. Bu sorunlardan ilki, döviz kuru riskidir. Bu risk, krize açık pozisyonla yakalanan bankaların borç ödeyebilirliğini yitirme ihtimalini ortaya çıkarmaktadır. İkinci önemli risk, kredi riskidir. Çünkü bu aşamada geri ödenmeyen krediler hızla artmaktadır. Bu koşullarda merkez bankası son durak merci işlevini yerine getiremezse, banka iflasları kaçınılmaz hale gelmektedir. Banka iflasları gerçekleşmeye başladığında para arzı daralmakta ve kriz daha da derinleşmektedir.⁸⁴

Kısaca ifade etmek gerekirse, finansal serbestleşme sürecinin hızlanması sonucunda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında önemli miktarda sermaye akışı gerçekleşmiştir. Bu durum gelişmekte olan bazı ülkelerde yüksek büyüme oranlarına işaret ederken, bazılarında büyüme oranlarında periyodik düşüşlere ve finansal krizlere neden olmuştur.

1.6.2. Finansal Serbestleşmede Zamanlama ve Sıralama Tartışmaları

Finansal serbestleşme politikaları uygulayan birçok ülkede yaşanan makro ekonomik olumsuzluklar, finansal serbestleşme teorisinin eleştirilmesine ve yeniden

⁸³ Kaya, a.g.e., s. 39.

⁸⁴ Koray Duman, ‐Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri‐, **Akdeniz Üniversitesi İdari ve İktisadi Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 8, 2004, ss. 38-40.

ele alınmasına yol açmıştır. Bir görüş, finansal serbestleşmenin aşamalı bir şekilde gerçekleşmesini savunurken; diğer bir görüş, şok serbestleşme programlarının yararlı olacağını ileri sürmektedir.⁸⁵

Gelişmekte olan birçok ülkede yaşanan krizler, finansal serbestleşmenin makro ekonomik istikrar ve mali disiplin sağlandıktan sonra uygulanmaya başlanmasının gerekli olduğu konusunu gündeme getirmiştir. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesini öngören neo-klasik yaklaşım dahi finansal serbestleşme karşısında gelişmekte olan ülkelerde sorunların çıkmaması için önce kamu ve para piyasası dengesinin sağlanmış olması, dış ticaret açığının kapanması gerektiğini belirtmektedir. Bu görüşe göre, makro ekonomik denge oluşturulmadan ve para politikaları üzerinden kalkacak müdahalenin yerini alacak araçlar yaratılmadan finansal serbestleşme sürecine girmek hatalı görülmektedir.⁸⁶

Genel olarak kabul edilen görüşe göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, dış ticaret, finansal piyasalar ve mal piyasalarındaki serbestleşmeden sonra gerçekleştirilmelidir. Krueger'e göre, serbestleşmenin sıralaması dış ticaretle başlamalı, tarımsal fiyatların, işgücü piyasasının, yurtiçi sermaye piyasalarının serbestleşmesi ile devam edilmeli ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi en sona bırakılmalıdır.⁸⁷

Bernhard Fischer ve Helmut Reisen sermaye akımlarını; ülke içine/ülke dışına yönelik akımlar, uzun vadeli/kısa vadeli akımlar ve banka/ banka dışı akımlar şeklinde kısımlara ayırmaktadır. Bu yazarlar, uzun vadeli, içe yönelik ve ticaretle bağlantılı akımlar üzerindeki sermaye kontrollerinin bir an önce serbestleştirilmesini önermektedirler. Kısa ve uzun vadeli sermaye çıkışları üzerindeki kontroller kaldırılmadan önce; yurtiçi faiz oranlarının deregüle edilmesi, kamu maliyesinin etkinleştirilmesi ve batık kredi problemlerinin çözülmesi gerekmektedir. Ayrıca yazarlar, bankacılık sektöründe yeterli bir rekabet düzeyi oluşturulup, sağlam bir

⁸⁵ Gökalp, a.g.t., s. 78-79.

⁸⁶ Duman, a.g.m., s. 44.

⁸⁷ Kar, Günay, a.g.m., s. 54.

bankacılık düzenleme ve denetleme sistemi kuruluncaya kadar kısa vadeli sermaye girişlerinin liberalize edilmesinin doğru olmayacağını belirtmektedirler.⁸⁸

1.6.3. Finansal Serbestleşmenin Olumsuzluklarını Gidermeye Yönelik Politikalar

Denetimsiz bir biçimde finansal liberalizasyon sürecine giren gelişmekte olan ülkelerin yaşamış olduğu krizler, bu krizler sonrasında IMF programlarını uygulamak zorunda kalmaları, uygulanan politikaların ülkelerin makro ekonomik politikalarında denetim güçlerinin zayıflamasına neden olması, iktisadi dengenin oluşumunda devletin rolünün ne olması gerektiği konusunu gündeme getirmiştir.

Küreselleşmiş bir ekonomide sermaye hareketlerinin serbestleşmesi nedeniyle özerk ve denetim dışı piyasa mekanizması çalışmakta ve devlet ekonomiyi yönlendirememektedir. Ancak, yaşanan bu süreçte karşılaşılan sorunları ve riskleri aşarak küresel pazarın sunduğu fırsatları değerlendirmeye destek olmak açısından, devletin görevinin daha da önemli bir hale geldiğini göz ardı etmemek gerekmektedir.

Yaşanan uluslararası trendlerin etkisiyle devletin özerkliği aşınmış, fakat, devlet, küreselleşmenin getirdiği dayatmalar nedeniyle toplumsal sorunların çözüm aracı olmasının ötesinde küresel sermaye piyasalarının işlerliğini etkin kılmak için gerekli hukuki yapıyı ve altyapı koşullarını oluşturmakla görevlendirilmiştir. Böylece devletin düzenleyici rolü tekrar gündeme gelmiştir. Nitekim, Dünya Bankası'nın 1997 Dünya Kalkınma Raporu, küreselleşme sürecinde devletin gerekliliğini ortaya koymuş, piyasaların korunması ve düzenlenmesinde devlete büyük görevler düştüğünü vurgulamıştır.

Gelişmekte olan ülkelerin küreselleşen dünyada ortaya çıkan krizlerin etkilerinden korunabilmek ve oluşabilecek krizleri önlemek için her şeyden önce makro ekonomik temellerini güçlendirmeleri, finansal piyasalarını geliştirmeleri ve

⁸⁸ Williamson, Mahar, a.g.e., ss. 56-57.

ihtiyari tedbirlerle düzenleme ve denetimi sağlamaları gerekmektedir. Bu amaçla uygulanacak yöntemlerin bir kısmı ulusal nitelik (katlı kur uygulaması, miktar kısıtlaması, bankaların döviz yükümlülüklerinin sınırlandırılmasına yönelik olarak zorunlu karşılık oranlarının konması, vs.) bir kısmı da küresel nitelik (Tobin vergisi) taşımaktadır.⁸⁹

Finansal serbestleşme sonucu yaşanan krizlerin nedeni sermaye girişinin büyüklüğü ya da türü ise, politika yapımcılar bunu önlemek için sermaye girişlerini doğrudan etkileyecek müdahalelerde bulunmaktadır. Özellikle, spekülasyon sermaye girişlerini azaltmaya yönelik doğrudan yöntemlerden biri, yurtiçi ve yurtdışı piyasalar arasındaki faiz farkının yarattığı arbitraj marjını düşürmek amacıyla konulan vergilerdir. Bu vergilere “faiz oranlarını eşitleyici vergi” adı verilmektedir. Bu yöntemde, devlet, yabancı yatırımcıların sermaye girişi yoluyla ülkede kazandıkları faiz gelirinden vergi almaktadır. Doğrudan uygulanan diğer önlemler arasında dış borçlanmanın kısıtlanması, dış kaynaklı borçlar için minimum rezerv gereği oranlarının konulması, doğrudan yabancı yatırımlarda tavan belirlenmesi, v.b. gösterilmektedir.

Sermaye hareketlerini kontrol etme amacıyla uygulanan dolaylı politikaların biri de, merkez bankaları tarafından uygulanan sterilizasyon politikalarıdır. Merkez bankaları bir yandan yabancı para satın alıp piyasaya yerli para sürerken, diğer yandan açık piyasa işlemlerinde kağıt satarak para arzındaki artışı sterilize etmektedirler.

Diğer bir uygulama ise, para çarpanını azaltacak kısıtlamalar (zorunlu karşılık oranlarını artırmak, ticari banka kredilerine sınırlama getirmek, v.b.) yoluyla para arzındaki genişlemenin önlenmesidir. Sterilizasyon politikaları özellikle Latin Amerika ülkelerinde popüler olan bir yöntemdir. Şili ve Kolombiya örnekleri sterilizasyonun sermaye girişlerini azaltmadığını ve kamu açığını önemli ölçüde artırdığını göstermektedir. Yüksek sermaye girişlerine karşı diğer bir önlem de, kamu maliyesinin disipline edilmesidir. Bunun için vergi oranları artırılmakta ve/veya

⁸⁹ Durusoy, a.g.m.

kamu harcamaları azaltılmaktadır.⁹⁰ Spekülatif sermaye hareketlerini önlemeye yönelik uygulanan dolaylı yöntemlerden; çift ya da çoklu döviz kuru sistemleri, sınır ötesi finansal akımların açık ya da gizli vergilendirilmesi (Tobin vergisi) ve diğer piyasa temelli önlemler, sermaye hareketlerini daha maliyetli hale getirip kısıtlamaya çalışmaktadır.⁹¹

Sonuç olarak, sermaye hesabının serbestleştirilmesinde geleneksel yaklaşım, serbestleştirmenin dikkatli, sıralı ve aşamalı olarak yapılması ve diğer politikalarla desteklenmesidir. Ancak ülke örnekleri göstermektedir ki, finansal serbestleştirmenin sıralaması ve diğer politikalarla koordinasyonuna ilişkin homojen bir yaklaşım yoktur. Sermaye hesaplarının serbestleştirilmesinde, sağlam makro ekonomik temeller, mali sistemin güçlendirilmesi ve belirli reformların yapılması ön şarttır. Kontrollerin seçiminde ve etkinliğinde ise, ülkelerin finansal piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve yönetebilme kapasitesi önemlidir.⁹²

⁹⁰ Kaya, a.g.e., ss. 49-53.

⁹¹ Duman, a.g.m., s. 47.

⁹² Yay, a.g.m., ss. 28-29.

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI VE FİNANSAL SERBESTLEŞME

1. PARA POLİTİKASINA GENEL BİR BAKIŞ

Günümüzde gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke enflasyon, işsizlik ve dış ödemeler dengesi açıkları gibi makro ekonomik istikrarsızlıklarla karşı karşıya kalmaktadır. Klasik İktisat görüşlerinin hakim olduğu dönemde, ekonomide geniş kapsamlı bir istikrarsızlığın olmayacağı; olsa bile bunun devlet müdahalesi ile değil, ekonominin kendi işleyişi içerisinde çözümlenebileceğine inanılmaktaydı.

1930'lu yıllarda yaşanan Dünya Ekonomik Krizi, bir taraftan Klasik İktisatçılara geniş ölçüde itibar kaybettirmiş, diğer taraftan Keynes ve Keynesyen İktisadın doğumuna ortam hazırlamıştır. Keynes'in ünlü eseri "İstihdam Faiz ve Paranın Genel Teorisi"nde ileri sürülen temel görüş, kapitalist ekonominin kendi haline bırakıldığında buhranlardan kurtulamayacağı, bu nedenle ekonomilerde istikrarı sağlamak ve sistemi devam ettirmek amacıyla kamu müdahalesinin kaçınılmaz olduğu yolundaydı.

Diğer taraftan, 1973'te Dünya Petrol Şoku'nun patlak vermesi ve enflasyon ile işsizliğin birlikte yaşandığı stagflasyon durumunun ortaya çıkması, Keynesyen İktisat'a duyulan güveni sarsmıştır. Keynesyen İktisat sisteminin tıkanması sonucu Klasik İktisat görüşleri yeniden ön plana çıkmıştır. Ünlü iktisatçı Milton Friedman öncülüğünde bir grup iktisatçı devletin ekonomiye müdahalesinin gereksiz olduğunu, sadece para arzının yıllık olarak sabit bir oranda arttırılması ile ekonominin dengeye gelebileceğini iddia etmişlerdir. Bu görüşle birlikte, iktisat politikalarından biri olan para politikası uygulamaları yaygınlık kazanmıştır.⁹³

⁹³ Salih Öztürk, "Kısa Süreli Sermaye Hareketleri ve Para Politikasına Etkileri:1980 Sonrası Türkiye Uygulaması", (Basılmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001), s. 84.

Para politikası kavramı çok eski zamanlardan beri kullanılmasına rağmen 19. yüzyıldan itibaren sistematik bir şekilde incelenmeye başlanmıştır. Para politikasını çeşitli şekillerde tanımlamak mümkündür. En geniş anlamıyla para politikası; mevcut şartlarda ekonominin likiditesini yani harcama potansiyelini artırmak veya azaltmak amacıyla uygulanan politikalardır. Bir başka ifadeyle, para politikası, merkez bankasının ülke ekonomisindeki toplam faaliyet hacmini amaçlanan yönde etkilemek için para ve kredi hacmini değiştirici politikalar izlemesidir.⁹⁴ Diğer bir tanımlamayla, para politikası, paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik alınan kararları ifade etmektedir.⁹⁵

Para politikası, serbest piyasa ekonomisinin egemen olduğu yani fiyat mekanizmasının serbestçe işlediği ülkelerde geçerli olan bir politikadır. Para politikasında esas olan hükümetin sadece para miktarı ve faiz haddini belirlemekle yetinmesi, fakat paranın nerelerde kullanılacağına karışmamasıdır. Bu özelliğinden ötürü, para politikası serbest piyasa ekonomisinin mantığına en uygun politika çeşidi sayılmaktadır.

Para politikasının diğer bir özelliği de, genel nitelikli olması, yani ekonominin bütün faaliyet alanlarını etkileyerek, bunlar arasında ayırım yapmaya elverişli olmamasıdır. Para her alanda kullanılabilen bir araç olduğu için bunun sadece verildiği amaç doğrultusunda kullanılmasını sağlamak, hükümetin iş hayatına serbest piyasa ekonomisinin mantığı ile bağdaşmayacak kadar müdahale etmesini gerektirmektedir.⁹⁶

Bir ekonomide para politikasını uygulamakla görevli kuruluş, merkez bankasıdır. Merkez bankaları ekonomik hedefler doğrultusunda para arzı ve faiz oranları gibi değişkenleri yönlendirerek ekonomik faaliyet hacmi ve fiyatlar genel seviyesi üzerinde etkili olmaktadır. Günümüzde merkez bankaları modern bankacılık

⁹⁴ Ömer Eroğlu, **Para Teorisi ve Politikası: Ders Notları**, Süleyman Demirel Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 50, Isparta, 2004, s. 140.

⁹⁵ Timur Önder, **Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2005, s. 24.

⁹⁶ Sadun Aren, **100 Soruda Para ve Para Politikası**, Gerçek Yayınevi, 2.b., İstanbul, 1986, ss. 136-137.

aktivitelerinin ve yeni finansal araçların çoğalmasına bağlı olarak, sadece doğrudan para politikası araçlarını değil, aynı zamanda dolaylı araçları da kullanmak durumunda kalmaktadır. Finansal sistemin gelişmesi ile birlikte para politikasının ekonomi üzerindeki etkisi daha karmaşık hale gelmekte, parasal kontrolün sağlanmasında merkez bankası ile bankacılık sektörü ilişkileri yanında kredi kullananların davranışları da belirleyici rol oynamaktadır. Kısaca, para politikasının ekonominin likidite düzeyi üzerinde etkili olmasında, bankacılık sektörünün gelişmişlik düzeyi, bankaların ve ödünç alanların parasal değişiklikler karşısındaki tutumları ve kredi talebinin faiz esnekliği gibi faktörler etkili olmaktadır.⁹⁷

Çalışmamızın bu bölümünde para politikasının amaçları, araçları ve stratejileri üzerinde durulacak, ardından, finansal serbestleşmenin para politikası üzerine olası etkileri değerlendirilecektir.

1.1. PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI

Bir ekonomide uygulanan ekonomi politikaları genel olarak; tam istihdamı, fiyat istikrarını, tatmin edici bir ekonomik büyümeyi ve ödemeler bilançosu dengesini sağlamayı amaçlamaktadır. Bu temel hedeflere ulaşmak; bir ülkenin jeopolitik konumu, siyasi ve kültürel yapısı gibi bir çok faktörle birlikte, yine bu faktörlerden yoğun olarak etkilenen merkezi yönetimin uyguladığı maliye ve para politikalarına bağlıdır. Yapısal koşullar veri olarak alındığında, ekonomi politikalarının başarısında etkili olan birimler; para politikasının uygulamasından sorumlu olan merkez bankası ve maliye politikasının uygulamasından sorumlu olan hükümettir. Uygulanan ekonomi politikalarının başarısı için para ve maliye politikalarının koordineli ve birbirleriyle uyumlu olması gerekmektedir. Bu çerçevede, merkez bankası, ülkenin ekonomik koşullarını ve hükümetin uyguladığı maliye politikalarını veri alarak temel para politikası amaçlarını belirlemektedir.⁹⁸

⁹⁷ Eroğlu, a.g.e., s. 141.

⁹⁸ Önder, a.g.t., s. 1.

Para politikası uygulamaları aracılığıyla gerçekleştirilmeye çalışılan amaçlar zaman içinde büyük değişiklikler göstermiştir. I. Dünya Savaşı öncesinde para politikasının temel amacı, fiyatlar genel düzeyinin istikrarını korumak şeklinde belirlenmiştir. Savaş sonrası artan işsizlik ve ABD’de 1946 yılında çıkarılan İş Kanunu ile, iş bulmanın milli ekonomi politikası amacı haline gelmesi, para politikası amaçlarına istihdam amacının da eklenmesini gerektirmiştir. Savaş sonrası, Avrupa ve Japonya’nın iktisadi büyüme oranlarının, ABD’yi tehdit eder biçimde geçmesi ile para politikasının üçüncü bir amacı olan iktisadi büyüme amacı ön plana çıkmıştır. 1950’lerin sonları, 1960’ların başlarında ise, dış ödemeler dengesinin sağlanması, para politikasının ulaşmayı hedeflediği amaçlar arasında yer almıştır.⁹⁹

Para politikasının fiyat istikrarı, tam istihdam, iktisadi büyüme ve ödemeler dengesi gibi temel amaçlarının yanı sıra, dengeli gelir dağılımı, faiz oranı istikrarı, döviz piyasasında istikrar ve mali piyasalarda istikrar sağlama gibi amaçları da bulunmaktadır.

1.1.1. Fiyat İstikrarı

Fiyatlar genel seviyesindeki değişimler başta milli gelir olmak üzere ekonominin istihdam seviyesini, gelir dağılımını, dış ödemeler dengesini, kısaca ekonomik faaliyetlerin normal seyrini olumsuz bir şekilde etkilemektedir. Fiyat istikrarı, genel bir tanım çerçevesinde, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade etmektedir.

Fiyat istikrarı denilince, bir ekonomide fiyatlar genel düzeyinde meydana gelen sürekli dalgalanmaların önlenmesi anlaşılmaktadır. Bu dalgalanmalar; fiyatlar genel düzeyinin sürekli yükselmesi ya da sürekli düşmesi şeklinde olabilmektedir. Fiyatlar genel düzeyinin sürekli yükselmesi durumu enflasyon, düşmesi durumu ise deflasyon olarak isimlendirilmektedir. Bu anlamda fiyat istikrarı amacı, hem enflasyon hem de deflasyon durumları ile mücadele etmeyi içermektedir. Ancak

⁹⁹ Vildan Serin, **Para Politikası: Tarihi, Teorik Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması**, Fatih Yayınevi Matbaası, İstanbul, 1987, s. 8.

günümüz ekonomileri genel olarak enflasyon sorunu ile karşı karşıya bulunmakta ve deflasyon yalnızca teoride tartışılmaktadır.

Enflasyon oranının yüzde 1-2 olduğu bir ekonomide fiyat istikrarının sağlandığı kabul edilebilirken, gelişmekte olan bir ekonomide bu oranın yüzde 5 seviyelerinde olması normal karşılanabilmektedir. Fiyat istikrarı sadece düşük enflasyon oranına ulaşmayı değil, o oranının sürdürülmesini de kapsamaktadır. Ancak düşük enflasyon oranının sürdürülebildiği durumlarda, fiyat istikrarının sağlandığı kabul edilebilmektedir.

Bütün iktisadi birimler, ekonomik faaliyette bulunurken fiyat düzeyindeki değişimleri temel belirleyici değişken olarak ele almaktadırlar. Fiyatlar genel düzeyindeki değişme veya sürekli artışlar, ekonomide belirsizlik ortamı yaratarak iktisadi karar birimlerinin gelecek ile ilgili sağlıklı karar almalarına engel olmaktadır. Fiyat istikrarının sağlanamadığı ülkelerde büyüme potansiyeli düşmekte, kaynaklar etkisiz dağılmakta ve sosyal istikrarsızlıklar doğmaktadır.

Bazı iktisatçılar fiyat istikrarını korumanın ve sürdürmenin para politikasının asıl amacı olduğunu kabul etmektedirler. Fiyat istikrarı, ekonomik ve sosyal istikrarın sağlanabilmesi için olmazsa olmaz bir koşuldur. Fiyat istikrarını para politikasının ana amacı haline getiren nedenler şunlardır:¹⁰⁰

- Fiyat istikrarı, yatırım ve tüketim kararlarının etkin verilmesini sağlamakta, ülke kaynaklarını en verimli alanlara yönlendirmekte ve büyüme potansiyelini artırmaktadır.
- Fiyat istikrarı sağlandığı takdirde, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar uzun vadeli yatırım yapmakta ve geçmişe endekslenme yerine geleceğe bakmaktadırlar.
- Fiyat istikrarı sayesinde gereksiz ve verimsiz yatırımlar azalmaktadır.
- Fiyat istikrarı ile birlikte para ikamesi azalmaktadır. Para ikamesi olgusu, ülkenin senyoraj gelirini azaltırken, bir anlamda yabancı ülkeye maliyetsiz

¹⁰⁰ Önder, a.g.t., ss. 7-8.

kaynak sağlamaktadır. Para ikamesi ayrıca, merkez bankalarının parasal kontrol kapasitesini azaltmaktadır. Bu nedenle, fiyat istikrarı sonucu para ikamesinin azalması para politikasının etkinliğini artırmakta, reel faizlerin düşmesine yol açarak yatırım ortamını iyileştirmektedir.

- Gelir transferinin ve gelir dağılımının bozulmasını önlemektedir. Diğer bir deyişle, fiyat istikrarı, ekonomideki kaynaklar üzerinden gerçekleşen yolsuzluğu engelleyerek, ülkenin yoksullaşmasını önlemektedir.

Sayılan tüm bu nedenler, fiyat istikrarının gerek ekonomik kalkınma ve gerekse gelir dağılımında adalet ve toplumsal barış açısından ne kadar önemli olduğunu göstermektedir. Özellikle 1970'li yıllardan sonra enflasyonist eğilimlerin ekonomik yapı üzerindeki yıkıcı etkileri açık bir şekilde görülmüş ve para politikasının en temel amacı fiyat istikrarı olmaya başlamıştır.

1.1.2. Tam İstihdam

Para politikasının amaçlarından bir diğeri istihdamı artırmak diğer bir deyişle işsizliği önlemektir. Özellikle 1929 Dünya Ekonomik Buhranından sonra meydana gelen iktisadi daralma ve buna bağlı olarak işsizliğin artması, tam istihdamı para politikası amaçlarından biri haline getirmiştir.

Tam istihdam geniş anlamda tüm üretim faktörlerinin, dar anlamda ise sadece emek faktörünün tamamının üretimde kullanılmasını ifade etmektedir. Para politikası uygulaması açısından tam istihdam amacı, konjonktürel işsizliğin ortaya çıkmasının önlenmesini veya var olanın giderilmesini kapsadığı gibi, uzun dönemli yapısal kurumları gerektiren yapısal, mevsimlik ve friksiyonel işsizlik türlerinin de önlenmesi veya ortadan kaldırılmasını içermektedir. Ancak, tam istihdamın ölçülmesinde arazi ve mevsimlik işsizliğin tamamen kaldırılmasının zorluğu nedeniyle, belli bir minimum işsizlik oranının bulunması da tam istihdam sayılmaktadır. İşsizlik oranının gelişmiş ülkelerde ortalama yüzde 3, gelişmekte olan

ülkelerde ise yüzde 5 civarında olması normal karşılanmakta ve bu oranlara ulaşıldığında tam istihdam hedefi gerçekleştirilmiş olmaktadır.¹⁰¹

Merkez bankaları iktisadi durgunluğun giderilmesi ve tam istihdamın sağlanabilmesi amacıyla para politikası araçlarına başvurumaktadırlar. Merkez bankaları, iktisadi durgunluğun giderilmesi için faiz oranını düşürmekte ve böylece kredi hacminin artmasına ve müteşebbislerin üretim maliyetinin düşmesine neden olmaktadır. Üretim maliyetlerinin düşmesine bağlı olarak, yatırımların ve üretimin artması ve böylece tam istihdama ulaşılması beklenmektedir. Sadece faiz oranlarının düşürülmesinin durgunluğun giderilmesi ve tam istihdamın sağlanması için yeterli olmadığı durumlarda, diğer para politikası araçlarına da başvurulmaktadır.

1.1.3. Ekonomik Büyüme

II. Dünya Savaşı öncesi dönemde, ekonomik büyüme, konjonktür olgusuyla beraber değerlendirilmiş ve kısa dönemli ekonomik dalgalanmaların önlenmesi daha önemli görülmüştür. Ancak II. Dünya Savaşı'ndan sonra ilgi, uzun dönemli ekonomik gelişmelere yani büyüme trendlerine yönelmiş ve ekonomik büyüme bir ekonomi politikası aracı haline gelmiştir.¹⁰²

Ekonomik büyüme trendinin istikrarlı bir şekilde sürdürülebilmesi için ekonominin para ve kredi ihtiyacının zamanında karşılanması, elverişli finansman imkanlarının sağlanması yanında parasal genişlemenin ılımlı bir düzeyde gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde, ekonomik gelişmenin enflasyonla finanse edildiği görülmektedir.

Ekonomik büyümenin enflasyonla finanse edilmesi, merkez bankasından borçlanılarak yapılan yatırımların milli geliri artırarak gelir harcama dengesinin tekrar kurulması esasına dayanmaktadır. Enflasyoncu politikalar kısa dönemde ekonomik büyümeyi desteklemekte fakat uzun dönemde bazı sorunları ortaya

¹⁰¹ İlker Parasız, Melike Bildirici, **Finansal Makro Ekonomi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1.b., Bursa, 2003, s. 331.

¹⁰² Hüsnü Erkan, **Ekonomi Politikasının Temelleri**, Kardeşler Ciltevi, 3.b., İzmir, 1997, s. 142.

çıkarmaktadır. Büyümesini enflasyonla finanse eden gelişmekte olan ülkelerde, fiyatların yükselmesi, tüketim malları kıtlığı, ithalatın artarak ihracatın azalması gibi faktörler dış ödemeler sorununa yol açmaktadır. Bu nedenle, para politikasının amacı ekonomik büyümeyi destekleyici olmalıdır. Ancak hangi büyüme oranının para politikası ile destekleneceği konusu belirsizdir. Para politikasının ekonomik büyümeye yönelik olarak kullanılması, faiz oranını etkilemek şeklinde veya ılımlı bir parasal genişlemeyle enflasyonu önlemek yoluyla olmaktadır.

1.1.4. Ödemeler Bilançosu Dengesi

Ödemeler bilançosu, belli bir zaman döneminde (genellikle bir yıl) iç ve dış ekonomik birimler arasındaki ödemelerin rakamsal durumunu gösteren bir bilançodur. Bilançonun aktifinde ödeme girdileri, pasifinde ise diğer ülkelere yapılan ödemeler yer almaktadır. Küreselleşmeye bağlı olarak uluslararası sermaye hareketlerinin büyük boyutlara ulaşması ve dış ticarete konu olan mal ve hizmet miktarının artması, dış ödemeler bilançosu dengesinin sağlanmasını para politikasının öncelikli amaçlarından biri haline getirmiştir.¹⁰³ Para politikasının amacı, ödemeler bilançosunun aktif ve pasifini dengelemektir.

Para politikası uygulamaları yoluyla para arzı ve faiz oranlarında meydana gelen değişiklikler, doğrudan veya dolaylı olarak dış ödemeler dengesi üzerinde etkili olmaktadır. Örneğin; ödemeler bilançosu açık veren bir ülkede uygulanacak daraltıcı para politikası sonucu faiz oranları yükselmekte, yatırım harcamaları azalmakta ve gelirlerde bir daralma meydana gelmektedir. Bu daralma, toplam taleple birlikte ithal talebinin de azalmasına yol açmaktadır. Diğer taraftan, harcamaların azalması ve gelir düzeyinin düşmesi fiyatları olumsuz yönde etkilemekte ve ihracatın artmasına imkan tanımaktadır. Böylece, para arzının daraltılması ödemeler bilançosunda dengeyi sağlamaktadır. Ayrıca, daraltıcı para politikası ile birlikte yükselen faizler sermaye çıkışını önlediği gibi, kısa dönemli sermaye girişlerini de teşvik edebilmektedir.

¹⁰³ Eroğlu, a.g.e., ss. 154-155.

Ödemeler dengesinin sağlanmasında döviz kuru sisteminin de önemi büyüktür. Esnek kur sistemi altında meydana gelen kur dalgalanmalarıyla ihracat teşvik edilmekte, ithalat engellenmekte ya da döviz kontrolleri gibi sınırlandırmalarla ödemeler dengesi sağlanmaya çalışılmaktadır. Kısacası, para politikası ile ödemeler bilançosu üzerinde olumlu ve olumsuz etki yaratılabilmektedir.

1.1.5. Para Politikasının Diğer Amaçları

Para politikasının temel amaçlarının yanı sıra faiz oranı istikrarı, finansal piyasalarda istikrar, döviz piyasalarında istikrar ve dengeli gelir dağılımı gibi amaçları da bulunmaktadır.

Modern ekonomik yaşamın temel bir olgusu olan borçlu-alacaklı ilişkilerinin düzenli ve sağlıklı bir şekilde yürütülmesi için faiz oranlarındaki dalgalanmaların önlenmesi, faizlerde bir istikrarın sağlanması gerekmektedir. Faiz oranlarında meydana gelen büyük dalgalanmalar, belirsizlik ortamı yaratarak gelecekle ilgili sağlıklı planların yapılmasına engel olmakta ve ileriye yönelik yatırımları zorlaştırmaktadır. Dolayısıyla para politikalarını uygulayan merkez bankaları, ekonomik aktivitelerin istikrarını korumak için faiz düzeyindeki aşırı dalgalanmalara yeteri kadar duyarlı olmalıdırlar.

Finansal piyasalardaki istikrar amacının gerçekleştirilmesi, faiz istikrarına bağlıdır. Bir ekonomide mali istikrarı sağlayan, olası panikleri önleyen ve son ödünç verici birim, merkez bankasıdır. Merkez bankasının bu görevleri yerine getirme konusundaki başarısızlığı, mali piyasalarda belirsizliğe neden olmakta ve o ülkede ani krizlere yol açmaktadır. Merkez bankasının yüklendiği bu roller nedeniyle uygulayacağı para politikasının önemi daha da artmaktadır.¹⁰⁴

¹⁰⁴ Tezer Öçal ve diğerleri, **Para Banka: Teori ve Politika**, Gazi Kitabevi Yayınları, 1.b., Ankara, 1997, s. 301.

Döviz piyasalarında ortaya çıkan dalgalanmalar sadece dış ticareti değil, aynı zamanda ödemeler dengesini de olumsuz etkilemektedir. Bu etkilenme dış ticaret ve sermaye hareketleriyle birlikte ortaya çıkmaktadır. Bu nedenlerden dolayı döviz piyasalarında istikrar para politikasının amaçları arasında yer almaktadır.

Para politikasının amaçları arasında yer alan dengeli gelir dağılımı amacına ulaşmanın yolu ise fiyat istikrarını sağlamaktan geçmektedir. Fiyat istikrarsızlığının yaşandığı ekonomilerde üretim, tüketim, tasarruf ve yatırım gibi temel değişkenler aracılığıyla bölüşüm ilişkileri olumsuz etkilenmekte ve gelir dağılımı bozulmaktadır.¹⁰⁵

1.2. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Para politikası amaçları ve bu amaçlara ulaşmak için kullanılan araçlar ekonomik gelişmelere ve zamana bağlı olarak önemli değişiklikler göstermektedir. Ekonomide işsizliğin giderilmesinin temel sorun olduğu dönemlerde daha çok genişletici para politikası uygulanırken, enflasyonun önemli bir sorun haline geldiği 1960 ve 1970’li yıllarda parasal büyüklüklerin kontrolünün ve finansal entegrasyondaki gelişmelere bağlı olarak faiz oranlarının istikrarının önem kazandığı gözlenmektedir.¹⁰⁶

Para politikası çerçevesinde kullanılan birçok araç bulunmaktadır. Bu araçlar birbirlerinden farklı yapılara sahip olmakla birlikte tümünün sahip olduğu ortak özellikler de bulunmaktadır.¹⁰⁷

¹⁰⁵ Yaşar Uysal, “Bölüşüm İlişkileri ve Bu İlişkilerin Düzenlenmesinde Etkili Olabilecek İktisat Politikalarının Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği”, **D.E.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 2, 1999, s. 100.

¹⁰⁶ Memduh Aslan Akçay, “Para Politikası Araçları: Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar”, (T.C. Devlet Planlama Teşkilatı Uzmanlık Tezi), Yayın No: 2483, Ankara, 1997, s. 10.

¹⁰⁷ Muhammet Akdiş, **Para Politikasının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkinliği ve Türkiye**, Afyon Kocatepe Üniversitesi Yayınları, No: 2 Afyon, 1996, s. 8.

- Para politikası araçları, değişen ekonomik şartlar doğrultusunda çeşitli yönlerde ve sıkça değiştirilebilen araçlardır. Örneğin; bir gün para arzını artırıcı bir işlem, diğer bir gün ise para arzını daraltıcı bir işlem yapılabilmektedir.
- Para politikası tedbirleri parlamentolar tarafından yürürlüğe konulmayıp, hükümetin yetkili organları tarafından uygulanmaya konulduğu için kamuoyuna bilgi verme zorunluluğu bulunmamaktadır.
- Para otoritelerinin veya kamu otoritesinin para politikası uygulamaları herhangi bir tasdik, onay ve ilan sürecine girmeden kolayca yürürlüğe konulabilmektedir. Bu nedenle, uygulamaları diğer politikalardan daha kolaydır.
- Para politikası uygulamalarının toplumda meydana getireceği reaksiyon diğer politikalara kıyasla daha azdır. Merkez bankasının para arzını artırmak veya azaltmak yönündeki faaliyetleri toplumun pek azı tarafından takip edilmektedir.
- Para politikası araçlarının etkinliğinin ne yönde olacağı önceden tam olarak tahmin edilememektedir. Örneğin; faiz oranları yükseldiğinde toplam talebin azalıp azalmayacağı, azalacaksa ne oranda azalacağını önceden tahmin edebilmek güçtür.

Bir ülkede para politikasını uygulamakla görevli kuruluş merkez bankasıdır. Merkez bankaları, genel olarak kar amacı gütmeyen, para piyasasını ve bankaları ekonominin gelişmesi yönünde etkileyen kurumlardır. Merkez bankaları bu görevlerini yerine getirirken ya doğrudan düzenleyici güçlerini kullanmakta ya da dolaylı olarak, para piyasası koşullarını etkileyerek, hareket etmektedirler. Bu nedenle para politikası araçlarını doğrudan ve dolaylı para politikası araçları olarak ikiye ayırmak mümkündür. Doğrudan ve dolaylı araçların uygulanmasında iki temel ayırım bulunmaktadır:¹⁰⁸

1. Doğrudan araçlar yapılan düzenlemelerle ya fiyatları (faiz oranlarını) ya da miktarları (kredi - mevduat) belirlemekte veya sınırlandırmakta iken, dolaylı

¹⁰⁸ Önder, a.g.t., s. 55.

para politikası araçları piyasadaki arz - talep koşullarını etkileyecek şekilde kullanılmaktadır.

2. Kredi tavanları biçimindeki dolaysız para politikası araçları temelde finansal sistemde yer alan kurumların (ticari bankalar) bilançolarını etkilemeyi amaçlamakta, dolaylı para politikası araçları merkez bankası bilançosunu veya merkez bankası imkanlarının fiyatlarını (faizlerini) etkilemeyi hedeflemektedir.

Doğrudan araçlar müdahale içerirken, dolaylı araçlar piyasa bazlı araçlar olarak adlandırılmaktadır. Doğrudan para politikası araçlarının genelde sermaye hareketlerinin kontrol edildiği, ekonominin genelinde kamu müdahalesinin belirgin olduğu ve finansal piyasaların yeterince gelişmediği dönemlerde yoğun olarak kullanıldığı görülmektedir. Liberal ekonomi anlayışının hakim olduğu, sermaye hareketlerinin serbestleştiği ve piyasa mekanizmasının etkinliğinin arttığı dönemlerde ise açık piyasa işlemleri, reeskont imkanları ve zorunlu karşılıklar gibi dolaylı para politikası araçlarının kullanımı yaygınlaşmıştır.

1.2.1. Para Politikasının Dolaylı Araçları

Para politikasının dolaylı araçları, merkez bankalarının piyasalara bir aracı gibi girerek işlem yapmasını sağlayan, inisiyatifi piyasalara bırakan araçlardır. Dolaylı araçlar, piyasadaki katılımcıların isteğine bağlı olarak (gönüllü) piyasa fiyatlarıyla yapılan işlemler sayesinde bankalara sağlanan likiditeyi değiştirmektedir. Bu yüzden birçok gelişmekte olan ülke makro ekonomik hedeflerine ulaşabilmek amacıyla piyasa bazlı araçların kullanılmasını daha aktif bir hale getirerek, kullandıkları parasal kontrol sistemlerini yeniden yapılandırmışlardır.¹⁰⁹

1980 sonrasında finansal piyasalara doğrudan (direkt) müdahale eden para politikası araçlarının yerine, dolaylı (endirekt) para politikası araçları ön plana çıkmıştır. Dolaylı para politikası araçlarına geçişin temel nedenleri; etkin bir parasal

¹⁰⁹ Önder, a.g.t., s. 65.

kontrol sistemi kurmak, finansal aracılığın etkinliğini geliştirmek ve ekonomideki kaynakların etkin dağıtılmasını sağlamaktır.

Para politikaları uygulamalarında en önemli nokta, merkez bankasının etkilemek istediği kredi-faiz oranlarını veya para miktarı gibi değişkenleri hangi araçlarla kontrol edebileceğidir. Kullanılan araçların etkileri mutlaka tahmin edilebilir olmalıdır. Ani şoklara ve yanlış politika uygulamalarına karşılık, dolaylı araçlar kullanılarak anında değişiklik yapılabilir. ¹¹⁰

Dolaylı araçların etkin bir şekilde kullanılması için, istikrarlı ekonomik koşulların sağlanması ve sürdürülebilir mali politikaların uygulanması gerekmektedir. Mali disiplinin sağlanması için, merkez bankasının hükümetin mali açıklarının parasal finansmanına bazı kesin kısıtlamalar koyması gerekmektedir.

1.2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri, merkez bankalarının rezerv para gibi stok büyüklükler aracılığıyla para arzı ve ekonominin likiditesini ayarlamak amacıyla piyasadaki hazine bonusu ve devlet tahvilleri gibi menkul kıymetleri alıp satma işlemleridir. ¹¹¹ 1920'li yıllarda özellikle İngiltere ve ABD'de kamu kesimine fon temin etmek için yapılan bono satışlarının para miktarı üzerinde etkili olması sonucunda para politikasının önemli bir aracı olarak kullanılmaya başlamıştır.

Merkez bankası açık piyasa işlemleri aracılığıyla piyasadaki para miktarına, fiyatlara ve faiz oranlarına etki edebilmektedir. Merkez bankasının piyasadan devlet tahvili ve hazine bonusu gibi menkulleri satın alması durumunda, karşılığında piyasaya para enjekte edilmekte, bu da bankalardaki parasal rezervlerin artmasına ve dolayısıyla parasal tabanı değiştirerek, ekonomideki para arzının genişlemesine yol açmaktadır. Para arzındaki genişleme ise, faiz oranlarını düşürerek yatırımların artmasına ve ekonominin canlanmasına yol açmaktadır. Bu açıdan bakıldığında,

¹¹⁰ Önder, a.g.t., s. 66.

¹¹¹ Eroğlu, a.g.e., s. 159.

menkul kıymet alımına yönelik açık piyasa işlemleri, ekonomiyi genişletici yani enflasyonist bir politika niteliğindedir.

Merkez bankasının söz konusu kıymetleri piyasaya satması durumunda ise, piyasadan para çekilmekte, bu da parasal tabanı daraltarak para arzının azalmasına neden olmaktadır. Bu tür menkul kıymet satışları bankaların nakit rezervlerini azaltmakta, faiz oranlarını yükselterek kredi almayı zorlaştırmaktadır. Bunun sonucunda yatırımlar ve harcamalar daralmakta ve ekonomideki talep fazlalığı önlenmiş olmaktadır. Piyasalardan para çekilmesi amacına yönelik olan menkul kıymet satım işlemi, ekonomiyi daraltıcı niteliktedir.

Açık piyasa işlemleri defansif (savunmaya yönelik) ve ofansif (dinamik) olmak üzere iki şekilde uygulanabilmektedir. Defansif işlemler, merkez bankasının parasal tabanda meydana gelebilecek değişimlere karşı sadece savunma amacıyla yaptığı işlemlerdir. Ofansif (dinamik) işlemlerde ise merkez bankası bir dengesizlik olmaksızın, parasal tabanını değiştirmeye yönelik açık piyasa işlemleri yapmaktadır.¹¹²

Açık piyasa işlemlerinde merkez bankası, devlet iç borçlanma senetleri kullanarak doğrudan alım, doğrudan satım, repo ve ters repo gibi işlemler yapmaktadır. Merkez bankası, doğrudan alım işlemlerinde, piyasadaki eksik likiditeyi sağlamak amacıyla bankalardan menkul kıymet almakta ve karşılığında bankalara kalıcı olarak nakit aktarmaktadır. Doğrudan satım işlemlerinde ise, merkez bankası piyasadaki fazla likiditeyi çekmek amacıyla elinde bulunan menkul kıymetleri bankalara satmakta ve karşılığında bankalar ellerinde bulunan fazla likiditeyi merkez bankasına kalıcı olarak devretmektedir. Doğrudan alım işlemleri sonucunda bankaların toplam rezervleri artmakta, doğrudan satım işlemleri sonucunda ise, bankaların toplam rezervleri azalmaktadır.

Doğrudan alım ve satım işlemlerinde merkez bankası piyasadaki likit eksikliği ya da fazlalığının kalıcı olacağına inanmaktadır. Merkez bankası piyasadaki

¹¹² Serdar Öztürk, **Enflasyon Hedeflemesi**, Derin Yayınları, Yayın No: 33 İstanbul, 2003, s. 16.

likit eksikliği ya da fazlalığının geçici bir süre için devam edeceğine inanıyorsa, bu durumda repo ve ters repo işlemlerini kullanmaktadır. Repo (geri satım vaadiyle alım) işlemi, piyasada likidite sıkıntısının geçici olduğu durumlarda, bankacılık sistemi rezervlerinin geçici bir süre için artırılması amacıyla kullanılmaktadır.¹¹³ Bu durumda merkez bankası bankalardan belirli bir süre için belirli bir fiyattan geri satmak vaadiyle menkul kıymet satın almakta, karşılığında bankalara nakit aktarılmaktadır. Ters repo işlemi ise, piyasada likidite fazlasının geçici olduğunun düşünüldüğü durumlarda yapılan kısa vadeli bir işlem çeşididir. Merkez bankasının belirli bir vadede belirli bir fiyattan geri almak vaadiyle bankalara menkul kıymet satmasıdır. Repo ve ters repo işlemleri, doğrudan alım ve doğrudan satım işlemleriyle kıyaslandığında, özellikle sermaye girişlerinin ve/veya çıkışlarının olduğu dönemlerde piyasadaki likiditeyi dengelemek (düzenlemek) amacıyla çok sık kullanılmaktadır.

Açık piyasa işlemleri aracılığıyla para politikasının yürütülmesinde iki yol izlenebilmektedir:¹¹⁴

1. Aktif açık piyasa işlemleri: Belirlenmiş bir rezerv miktarı hedeflenmekte ve rezervlerin fiyatının yani faiz oranlarının serbestçe dalgalanmasına izin verilmektedir.
2. Pasif açık piyasa işlemleri: Belirli bir faiz oranı (fiyatı) hedeflenmekte, rezerv miktarının dalgalanmasına izin verilmektedir.

Piyasaları hassas ve iyi gelişmiş olan sanayileşmiş ülkeler, birkaç istisna dışında genelde likidite temini için daha yoğun bir şekilde pasif yaklaşımı kullanmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelerde likidite temininde aktif yaklaşımın kullanılmasındaki en önemli faktör ise, para politikasının etkilerini yansıtacak etkin ikincil piyasalarının olmayışıdır. Kısacası, aktif veya pasif yaklaşımın seçiminde, o ülkenin piyasalarının ve ekonomisinin yapısı önem kazanmaktadır.

¹¹³ Mehmet Günel, **Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları**, Lebib Yalkın Matbaası, 1.b., Ankara, 2001, s. 111.

¹¹⁴ Önder, a.g.t., s. 74.

Açık piyasa işlemleri para politikasının şartlara en iyi uyan, yani para durumunun gerektirdiği şekilde dar veya geniş etki alanına sahip olabilen, sürekli veya aralıklı zaman dilimlerinde kullanılabilen esnek bir araçtır. Açık piyasa işlemleri kolayca tersine çevrilebilmektedir. Ayrıca bu işlemlerin parasal taban üzerinde çok küçük ayarlamaları gerçekleştirebilme özelliği bulunmaktadır.¹¹⁵ Her ne kadar açık piyasa işlemlerinde inisiyatif merkez bankasında imiş gibi görünse de, bu operasyonlar konjoktüre ve bankaların bu kağıtlarla işlem yapma güdüsüne bağlıdır. Açık piyasa işlemlerinin para politikasının uzun vadeli amaçları için kullanılması; bu işlemlerin ilk etkisinin sermaye piyasasının yoğunlaştığı bölgelerde olması, ülke geneline yayılmasının zaman alması ve bu gecikme süresinin değişkenlik göstermesi nedeniyle güçtür.

1.2.1.2. Reeskont Politikası

Para ve kredi hacmini kontrol etmek için uygulanan politik tedbirlerin en eskisi reeskont politikasıdır. Ancak reeskont politikası I. Dünya Savaşından ve 1929-1930 Dünya Ekonomik Buhranı'ndan sonra meydana gelen ortam içinde önemini yitirmeye başlamış ve diğer para politikası tedbirlerine başvurulmuştur.¹¹⁶

Reeskont işlemi esas olarak “tekrar iskonto” anlamına gelmektedir. Reeskont bir ticari bankanın portföyünde bulunan iskonto edilmiş senetlerin merkez bankasında tekrar iskontoya tabi tutulması ve bunun sonucunda söz konusu ticari bankanın merkez bankası kaynaklarından yeni fon temin etmesi işlemidir.¹¹⁷ Bankalar vadeleri dolmamış ticari senetleri merkez bankasına yeniden iskonto ettirerek rezervlerini artırabilme imkanına sahip oldukları için, merkez bankası reeskont faizlerini değiştirerek banka rezervlerini ve kaydi para yaratma imkanlarını kısıtlayabilmekte veya teşvik edebilmektedir. Merkez bankasının reeskont faizlerini düşürmesi durumunda, bankaların reeskonta getirdikleri senet miktarı ve nakit mevcutları artmakta, buna bağlı olarak da kredi verme ve kaydi para yaratma

¹¹⁵ İlker Parasız, **Para Politikası: Türkiye Uygulaması**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 5.b., Bursa, 1998, s. 10.

¹¹⁶ İbrahim Erol, **Para-Banka Teori ve Politika**, Emek Matbaacılık, Manisa, 1999, s. 29.

¹¹⁷ Baki Pirimoğlu, **Para Politikası**, 1990, Eskişehir, s. 23.

imkanları fazlalaşmaktadır. Merkez bankasının reeskont faizlerini yükseltmesi durumunda ise, bankaların reeskonta getirdikleri senet miktarı azalmakta ve kaydi para yaratma imkanı kısıtlanmaktadır.

Reeskont işlemleri reeskont kredileri ve avanslar olmak üzere iki şekilde gerçekleştirilmektedir. Reeskont kredileri işlemlerinde, ticari bankalar ellerindeki vadesi dolmamış senetleri merkez bankasına cari faiz oranları üzerinden yeniden iskonto ettirmektedirler. Avans uygulamasında ise iskonto işlemi yapılmadan, maddi bir teminatın rehin veya ipotek edilmesiyle, belli bir faiz karşılığında ilgili bankaya kredi verilmektedir.

Bankacılık sistemine sağlanan reeskont kredileri; mali açıdan güç durumda olan bankalara yardım etmek, para ve kredi koşullarını kontrol etmek ve selektif kredi politikalarını etkilemek gibi üç temel amaç için kullanılmaktadır. Birinci görev olan zor durumdaki bankalara yardım etmek, merkez bankasının son başvuru kaynağı fonksiyonuna tekabül etmektedir. İkinci görevde ise, genelde reeskont oranını değiştirmek yoluyla, bankaların bu kaynaktan ödünç alma isteklerini azaltmakta veya arttırmaktadır. Üçüncü görevde ise, merkez bankası, düşük faizli merkez bankası kaynaklarını, reeskont kredisi şeklinde, teşviki öngörülen sektörlerle yönelik kullanılabilmektedir.¹¹⁸

Gelişmiş ekonomilerde önemli bir iktisat politikası aracı olarak kullanılan reeskont politikası geniş bir alanda, değişik amaçlarla kullanılır olmuştur. Merkez bankası ekonominin genel durumunu yakından takip ederek, enflasyon ve durgunluk eğilimlerine göre reeskont oranlarını ayarlamakta ve iktisadi birimlere izleyeceği politika hakkında sinyaller vermektedir. Ancak bu politikanın başarısı, piyasaların tepkisine göre değişmektedir. Bu nedenle reeskont politikası tamamen kontrol altına alınabilecek bir araç değildir.

¹¹⁸ Önder, a.g.t., s. 81.

1.2.1.3. Zorunlu (Munzam) Karşılıklar Politikası

Zorunlu karşılıklar, bankaların pasiflerinde yer alan bazı yükümlülüklerin belli bir oranının genellikle nakit ve faizsiz olarak merkez bankasında bloke edilmesidir.¹¹⁹ Geleneksel bir şekilde İngiltere’de uzun yıllar uygulanmış olmasına rağmen bu konuda ilk yönetmelik ve kanun çerçevesinde uygulama 1913 yılında ABD’de yürürlüğe girmiştir. Bankalara aşırı mevduat çekilişlerinde likidite, borçlarını ödeme yeteneği ve güvenilirlik sağlama amacıyla geliştirilen zorunlu karşılıklar politikasının günümüzde en önde gelen işlevi, para arzı kontrol etme aracı olmasıdır.

Bu politika aracı, açık piyasa işlemleri ve reeskont politikasından farklı olarak, bankaların rezervlerini değil, mevduat çarpanını etkilemektedir. Zorunlu karşılık oranının değiştirilmesiyle bankacılık kesiminin yaratabileceği mevduat miktarı yani para arzı çarpanı etkilenmektedir. Merkez bankasının karşılık oranlarını artırması durumunda, tedavüldeki para azalmakta ve bu şekilde banka sisteminin kredi verme ve kaydi para yaratma gücü frenlenmektedir. Karşılık oranının düşürülmesi durumunda ise, para arzı genişlemekte ve kaydi para yaratma gücü desteklenmektedir.¹²⁰

Zorunlu karşılık politikasının tek amacı ekonomideki para arzını ayarlamak değildir. Bu politikanın bankacılık sisteminin kredi ve vade riskini azaltmak, kamu sektörüne fon sağlamak, sektörel kredi dağılımını etkilemek gibi amaçları da bulunmaktadır. Ayrıca merkez bankaları söz konusu karşılıklara faiz vermemek ya da piyasa faizlerinin altında faiz vermek suretiyle bir gelir elde etmektedir. Böylece zorunlu karşılıkların gelir yaratan bir fonksiyonu da ortaya çıkmaktadır.¹²¹

Zorunlu karşılıklar politikası, para arzı üzerinde güçlü etkileri olan bir araçtır. Yani, zorunlu karşılık oranlarında meydana gelecek çok küçük değişiklikler bile para stokunda çok büyük değişikliklere yol açabilmektedir. Bu politika, para arzında arzu

¹¹⁹ Akçay, a.g.t., s. 18.

¹²⁰ Serin, a.g.e., s. 21.

¹²¹ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Önder, a.g.t., ss. 88-91.

edilenin dışında sapmalara yol açabilecek nitelikte olduğu için, merkez bankaları tarafından sık sık kullanılmamaktadır. Zorunlu karşılık oranları merkez bankasının kullanmak için başvuracağı en son araçtır. Kullanımı basit fakat sonuçları çok güçlü olan bu araç tüm banka sistemini etkilemektedir.¹²²

1.2.2. Para Politikasının Dolaysız Araçları

Dolaysız para politikası araçları, merkez bankasının para politikası uygulamalarını piyasaların inisiyatifi yerine yasal düzenlemeler yoluyla gerçekleştirmesidir. Diğer bir deyişle, doğrudan kontroller genelde ticari bankalardaki kredi ve mevduatın fiyatının veya miktarının merkez bankası tarafından doğrudan kontrol edilebilmesidir. En sık kullanılan dolaysız para politikası araçları, faiz oranları kontrolü ve merkez bankası kredilerinin bankalar için tahsis edilen tavanlarıdır. Bu araçlar, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede 1980'lerin ortalarına kadar etkin bir şekilde kullanılmıştır.

Dolaysız araçların kamuoyuna ve politikacılara açıklanabilmesi ve yürütülmesi göreceli olarak daha kolaydır. Parasal bir program biçimine kolayca dönüştürülebilir bu araçların mali yükü de göreceli olarak daha düşüktür. Bu araçların başlangıç etkisi tüm ekonomi üzerinde değil, spesifik piyasalarda hissedilmektedir. Bu nedenle, belli hedeflere kredi aktarmak isteyen hükümetlere daha çekici gelmektedir.

Dolaysız araçlar, özellikle geçici finansal krizler esnasında, merkez bankasına kredi ve faiz oranlarını kontrol edebilme avantajı sağlamakta ve az gelişmiş ekonomilerde finansal piyasalar belli bir olgunluğa erişinceye kadar kullanılabilir. Bu avantajlarının yanı sıra, sıkı banka kontrolleri nedeniyle bankacılık sektörü rekabetçi bir yapıya kavuşmamakta ve finansal fonlar ülke dışına yönelmektedir.

¹²² Öztürk, a.g.e., s. 18.

1.2.2.1. Ticari Banka Kredilerinin Miktar, Vade ve Faiz Oranları Açısından Selektif Kontrolü

Merkez bankası bankacılık kesiminin açacağı kredileri miktar, vade ve faiz oranları açısından kontrol edebilmektedir. Merkez bankası ticari bankaların çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak açacakları kredilere bir tavan getirebilmekte, bazı faaliyet alanları için orta ve uzun vadeli kredi olanaklarını genişletebilmektedir.

Kredi tavanları merkez bankaları tarafından ticari bankalara uygulanmaktadır. Kredi tavanlarının temelde üç çeşidi bulunmaktadır:¹²³

1. Merkez bankalarının ticari bankalara verdiği krediler, bu ticari bankaların pasifindeki mevduatlar ile sınırlanabilmektedir.
2. Ticari bankaların kredileri, özkaynaklarının belli bir katı ile sınırlanabilmektedir.
3. Ticari bankaların verdikleri krediler, kredi alanlar için sınırlandırılabilir.

Bu tür uygulamalarla banka fonlarının arzu edilen sektörlere yönlendirilmesi amaçlanmaktadır. Buradaki temel sorun, politika yapıcılarının ekonomik büyümeyi sağlayacak sektörleri doğru bir şekilde tespit edebilmesidir. Ayrıca, bu uygulamalar kredi kontrollerinde çoklu bir yapıya neden olarak parasal koşullarda etkinsizliğe ve bozulmaya yol açabilmektedir.

Faiz tavanları da kredi tavanlarına benzemektedir. Burada temel fark, faiz tavanlarının kredi tavanları kadar kesin bir parasal kontrol aracı olmamasıdır. Bu yolla da farklı sektörler için farklı faiz oranları uygulanabilmekte, teşvik edilmek istenen sektörlerle verilecek kredilerin faiz oranları daha düşük tutulabilmekte ve sonuçta kaynakların bu sektörlerle aktarılması veya diğer sektörlerle kaymasının engellenmesi amaçlanmaktadır.

¹²³ Hurşit Güneş, **Türkiye’de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın no: 9, İstanbul, 1990, s. 23.

1.2.2.2. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları

Merkez bankası, ticari bankalar tarafından getirilen senetlere özelliklerine göre farklı iskonto oranları uygulayabilmektedir. Senetlerin düzenleniş amaçlarına göre yapılan böyle farklı bir uygulama, bazı sektörlerin gelişimini teşvik ederken, bazı sektörlerin faaliyetlerini kısıtlayabilmektedir. Örneğin; merkez bankası, ticari bankalar aracılığı ile kendisine getirilen sanayici senetlerinden madencilik kesimine ait olanlara daha düşük iskonto oranı uygulayarak sektörün gelişmesini teşvik edebilmektedir.¹²⁴ Faaliyetlerini sınırlamak istediği sektörler için ise yüksek iskonto oranları uygulamaktadır. Bununla birlikte bu tür ayrıcalıklı para politikasının olumlu sonuç verebilmesi için ticari bankaların merkez bankasına getirdikleri senet tutarlarının büyük rakamlara ulaşması gerekmektedir.¹²⁵

1.2.2.3. Disponibilite Uygulaması

Disponibilite uygulaması, merkez bankalarının ticari bankalar ve banka dışı mali araçları disponibil yani likiditesi yüksek ve kolaylıkla paraya çevrilebilir değerler tutmaya zorlamasıdır. Ticari bankalar ve banka dışı mali araçlar ellerindeki fonların belli bir oranı ile merkez bankasının öngördüğü tahvil ve bonoları satın almakta ya da merkez bankasında serbest tevdiat ve kasalarında nakit bulundurmak zorunda kalmaktadır. Bu uygulama, bankaların likiditesini ve dolayısıyla aktif yapısını düzenlemekte, ayrıca, para arzının kontrolünde etkili olmaktadır. Disponibilite uygulaması bankalara kaçınacak alan bırakmayarak (pasiflerin tamamını içerecek şekilde) uygulanmasıyla dolaysız, bankalara kaçınabilecekleri alanlar bırakarak (pasiflerin bir kısmını içerecek şekilde) uygulanmasıyla dolaylı bir araç niteliğindedir.¹²⁶

¹²⁴ Pirimoğlu, a.g.e., s. 35.

¹²⁵ İlker Parasız, Melike Bildirici, a.g.e., s. 345.

¹²⁶ Önder, a.g.t., s. 63-64.

1.2.2.4. Finansal Aracılara Belli Miktarda Devlet Tahvili ya da Hazine Bonosu Alma Zorunluluğunun Getirilmesi

Hükümetler bankalara ve banka dışı mali araçlara ellerindeki fonların belirli bir kısmı ile devlet tahvili ve hazine bonosu satın alma zorunluluğu getirebilmektedirler. Bu tür aktiflerin faiz oranları piyasa faiz oranından düşük tutularak kamu kesimine ucuz maliyetli kaynak aktarımı sağlanmakta ve böylece kamu açıkları kapatılmaktadır. Ayrıca bu araç kullanılarak bankaların elindeki kaynakların öncelikli alanlara kaydırılması mümkün hale gelmektedir.¹²⁷

1.2.2.5. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi

Merkez bankası ticari bankaların ve banka dışı finansal araçların portföylerinde bulunduracakları menkul kıymetlerin dağılımını oran ve tutar bakımından düzenleyebilmektedir. Söz konusu kurumların alacakları tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin hangi faaliyet alanına ait olacağı, tutarının ve toplam içindeki payının ne kadar olacağı para otoriteleri tarafından belirlenebilmektedir. Böylece finansal kuruluşların ellerinde bulunan fonlar, ekonomik gelişmeye katkıda bulunabilen sektörlere aktarılabilir.¹²⁸

1.2.2.6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü

Bu uygulama ilk olarak yarım yüzyıl önce A.B.D’de ticari bankaların borçlandıktan sonra senet piyasasında spekülasyon yapmalarını önlemek amacıyla uygulanmıştır.¹²⁹ Federal Reserve Bank (FED), bu çerçevede, parasal kontrolü sağlayabilmek amacıyla, bankaların senet fiyatlarının belirli bir marj içerisinde bir kısmının satın alan tarafından karşılanmasını öngörmüştür. Hisse senedi ve tahvillerin taksitle satın alınması durumunda zorunlu peşin ödeme oranının ne kadar olacağı belirlenerek, kişisel tasarrufların yönelebileceği bazı faaliyet ve alanlar kısıtlanmakta, bazıları ise özendirilmektedir.

¹²⁷ Akdiş, a.g.e., s. 87.

¹²⁸ Akçay, a.g.t., s. 14.

¹²⁹ Güneş, a.g.e., s. 21.

1.2.2.7. Tüketici ve Gayri Menkul Kredilerinin Kontrolü

Konut ve apartman dairesi de dahil olmak üzere çeşitli dayanıklı tüketim malları arz eden firmalar uzun vadeye dayalı sözleşmelerle veya kampanyalarla mal satışında bulunarak piyasada olağanüstü bir talebin ortaya çıkmasına sebep olabilmektedirler. Bu yolla ortaya çıkan talep hacmini ve dolayısıyla ile enflasyonu kontrol altında tutmak isteyen merkez bankası, tüketicilere açılacak kredi miktarını, müşteriler tarafından peşin olarak ödenecek minimum para miktarını, vadesini ve bu amaçla verilen kredilerin faizlerini değiştirerek, söz konusu mallara karşı talebi teşvik edebilmekte veya kısıtlayabilmektedir.¹³⁰

1.2.2.8. Özel Mevduatlar

Özel mevduatlar, ticari bankalar tarafından tutulması zorunlu olmakla birlikte para arzını kontrol etme amacıyla merkez bankasına yatırılan mevduatlardır. Özel mevduatlara en iyi örnek ithalat teminatlarıdır. Birçok ülkede ithalat için dövizlerin karşılığı olan milli para tutarının belli bir yüzdesi özel sektör ithalatçıları tarafından önceden merkez bankalarına yatırılmaktadır. Genellikle 9-12 ay süre ile piyasadandan çekilen bu teminatların büyük kısmı kredi kaynakları zorlanarak sağlanmaktadır. Böylece elde edilen krediler sonradan ana kredi kaynağı olarak ithalat teminatları adı altında merkez bankalarına yatırılmaktadır.¹³¹

1.2.2.9. Merkez Bankasının Moral Takviyesi

Merkez bankası banka ve banka dışı mali kurumların kredi politikalarını etkilemek amacıyla açıklamalarda bulunabilmekte ya da basın yoluyla halkı ikna etmeye ve beklentilerini değiştirmeye çalışabilmektedir. Merkez bankasının bu politikasına açık ağız politikası ya da ahlaki korkutma da denilmektedir¹³² ve bu politikanın yasal bir dayanağı yoktur. Az gelişmiş ülkelerde sıkça kullanılan bu

¹³⁰ İlker Parasız, Melike Bildirici, a.g.e., ss. 345-346.

¹³¹ Serin, a.g.e., s. 21.

¹³² Akçay, a.g.t., s. 16.

politika ile para politikasının amacına ulaşması için davranış birliği oluşturulmaya çalışılmaktadır.

1.2.2.10. Reklam ve Resmi Olmayan Öğütler

Merkez bankaları görüşlerini kamuoyu ile paylaşmak için birçok yol kullanabilmektedir. Merkez bankası görüşlerini basın yayın organları aracılığıyla açıklayabileceği gibi, yapacağı tavsiyelerle firmaların beklentilerini de etkileyebilmektedir.¹³³

1.3. PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ

Bir ülkede para politikasının uygulayıcısı durumunda olan merkez bankası, para politikasını uygularken, nihai hedeflere ulaşmak için, kendisine ara hedefler ve operasyonel (faaliyet) hedefler belirlemekte ve para politikası araçları ile bu hedeflere ulaşmaya çalışmaktadır. Para politikası araçları ile nihai hedefler arasındaki bu ilişki aktarım (yansıma) mekanizması olarak tanımlanmaktadır. Bu anlamda aktarım mekanizması, temel makro değişkenlerin para politikasındaki değişmelere duyarlılığını yansıtmaktadır.¹³⁴

Para politikası araçlarını kullanarak nihai hedeflere ulaşmanın gecikmeli ve dolaylı bir şekilde gerçekleşmesi nedeniyle, pek çok merkez bankası araçlar ve nihai hedefler arasında yardımcı olarak kullanılmak üzere başka değişkenler geliştirmişlerdir. Bu yardımcı değişkenler; ara hedefler ve operasyonel hedeflerdir. Bu çerçevede para politikası uygulamalarının başlıca dört bileşeni bulunmaktadır. Bunlar:¹³⁵

- Nihai hedef,
- Ara hedef,

¹³³ Parasız, 1998, s. 20.

¹³⁴ Coşkun Can Aktan, Utku Utkulu, Selahattin Togay, **Nasıl Bir Para Sistemi: Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 1998, s. 8-9.

¹³⁵ Önder, a.g.t., s. 33.

- Operasyonel hedefler,
- Hedefe ulaşmada kullanılacak politika araçları ve bu politika araçlarını uygulama yöntemleridir.

Reel büyüme, istihdam, gelir dağılımı, ödemeler dengesi veya fiyat istikrarı gibi makro ekonomik değişkenler merkez bankasının ulaşmaya çalıştığı nihai hedefleri arasında yer almaktadır. Tüm nihai hedeflerin aynı anda gerçekleştirilmesi son derece zordur. Günümüz merkez bankacılığında genel kabul gören nihai hedef, fiyat istikrarını sağlamak ve korumaktır.

Ara hedefler, para politikası araçları ile nihai hedefler arasında yer almaktadır. Ara hedefler, nihai hedeflere ulaşılmasını sağlayacak olan, nihai hedefi belirlediği düşünülen ve büyük ölçüde merkez bankası tarafından kontrol edilebilen değişkenlerdir. Merkez bankası ara hedefleri kullanarak ortaya çıkabilecek şoklara daha hızlı ve daha hatasız bir şekilde müdahale edebilmektedir. Ayrıca, ara hedefler, politika araçlarının makro ekonomik hedefler üzerinde arzu edilen etkilerin yaratılıp yaratılmadığı konusunda merkez bankasına bilgi sağlamaktadır.

Fiyat istikrarını gerçekleştirmeyi hedefleyen bir para otoritesinin ilk görevi, enflasyonu kontrol altına almaktır. Merkez bankası belli ara değişkenler aracılığıyla bu amacına ulaşmaya çalışmaktadır. Merkez bankasının nihai hedeflere ulaşmak için belirlediği ara hedefler şunlardır:

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

Ara hedef olarak kullanılacak değişkenin belirlenmesinde dikkat edilecek bazı hususlar şunlardır:¹³⁶

¹³⁶ Öztürk, a.g.e., s. 25.

- Seçilecek ara hedefin politika araçları ile politika hedeflerini birbirine bağlama yeteneği yüksek olmalıdır.
- Ara hedefle nihai hedef arasındaki ilişki zamana ve koşula göre değişmeyen istikrarlı bir ilişki olmalıdır.
- Ara hedefe ilişkin olarak sık ve doğru bilgi sağlanabilmelidir.
- Ara hedef olarak seçilen değişken idari ve politik olarak uygulanabilir olmalıdır.
- Merkez bankası ara hedef üzerinde önemli bir etkiye sahip olmalı; seçilecek değişken merkez bankası dışındaki faktörler tarafından etkilenme gücü yüksek bir değişken olmamalıdır. Örneğin, sermaye hareketlerinin serbestleşme sürecinin ardından, merkez bankaları kurlar üzerindeki belirleyici özelliklerini yitirmeye başlamışlardır.

Para politikasının diğer bir bileşeni olan operasyonel hedefler, para politikası araçları ile ara hedefler arasında yer alan ve merkez bankalarının ara hedefleri kontrol edebilmek için, kısa dönemde ulaşmayı denediği hedeflerdir.¹³⁷ Operasyonel hedeflerin ara hedeflerden farkı; hedef değişkeni daha hızlı ve daha dolaysız bir şekilde etkileyebilmeleridir. Ara hedef tipik olarak nominal bir değişkendir ve sistemde nominal çıpa olarak işlemektedir. Fakat operasyonel hedefler (kısa dönem faiz oranı) sisteme nominal çıpa olarak hizmet etmeyecektir.

Operasyonel hedefler, parasal aktarım mekanizmasının ilk adımını oluşturmaktadır. Yani, merkez bankası önce para politikası araçlarını kullanarak operasyonel hedefleri etkileyecek, operasyonel hedefler vasıtasıyla da nihai hedeflere ulaşmaya çalışacaktır. Operasyonel hedefler; bir fiyat değişkeni (kısa dönem faiz oranı) ya da bir miktar değişkeni (parasal taban, banka rezervleri, net uluslararası rezervler ya da net iç varlıklar) olabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde operasyonel hedef olarak kısa vadeli faiz oranı tercih edilmektedir. Kısa vadeli faiz oranları kolaylıkla izlenebilmektedir. Fakat, bu politikanın etkin bir şekilde uygulanabilmesi için para piyasalarının yeterince gelişmiş olması gerekmektedir. Bir

¹³⁷ Öztürk, a.g.e., s. 6.

operasyonel hedef olan parasal taban ise, izlenmesi ve anlaşılması zor bir değişken olup, en büyük avantajı etkin ve gelişmiş para piyasaları gerektirmemesidir.

Bir para otoritesinin, bir araca ve nihai hedefe sahip olma zorunluluğu mevcut iken, bir ara hedefe ya da bir operasyonel hedefe sahip olma zorunluluğu yoktur. Ülkeler herhangi bir ara hedef olmadan ve operasyonel hedef kullanmadan da para politikasını yönetebilmektedirler.

Sonuç olarak; para politikası, para arzı, kısa vadeli faizler ya da kurlar gibi enflasyon üzerinde belirleyici olan değişkenlerin kontrolüne dayanmaktadır. Ancak, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamda merkez bankaları para arzı, faiz oranı ve kur seçeneklerinden sadece birini doğrudan kontrol edebilmektedirler. Merkez bankaları bu üç değişkenden ikisi ya da üçünü aynı anda doğrudan kontrol edememektedirler. Ülkelerin sermaye hesaplarını birbirlerine daha duyarlı hale getiren bu gelişme, literatürde “imkansız üçlü” (impossible trinity) olarak tanımlanmaktadır.¹³⁸

Para politikasının başarısı için, merkez bankası nihai hedefe ulaşmak amacıyla uygulayacağı stratejiyi önceden belirlemek, beklentileri şekillendirmek amacıyla bu stratejiyi kamuoyu ile paylaşmak ve para politikası araçlarını bu strateji çerçevesinde tutarlı bir şekilde uygulamak zorundadır.

Genel olarak, ara hedefleme stratejisi ve amaç hedefleme stratejisi olmak üzere iki tür para politikası stratejisi vardır. Bu stratejiler aşağıda ayrıntılı olarak incelenmiştir.

1.3.1. Ara Hedefleme Stratejisi

Merkez bankaları, uyguladıkları para politikalarının etkilerinin gecikmeli bir şekilde ortaya çıkması ve nihai hedeflerin doğrudan doğruya etkilenmemesi gibi sebeplerle iki aşamalı stratejilere ihtiyaç duymuşlardır. Ara hedefleme stratejisi, iki

¹³⁸ Yentürk ve diğerleri, a.g.e., s. 154

aşamalı politika sürecinin birinci aşamasında merkez bankasının kontrol edebileceği bir değişkenin seçilmesi ve nihai politika amaçlarına yönelik olarak kullanılmasını ifade etmektedir. Bu yaklaşımda, birinci aşamada seçilen değişken üzerine konulan hedef, ulaşılması gereken bir amaç niteliği kazanmaktadır.

Ara hedefleme stratejisinin temel avantajı, bu tür hedeflere ulaşmanın göreceli olarak hızlı ve kolay olmasıdır. Ara hedefler, politika otoritesinin kolayca kontrol edebileceği değişkenler olduğu için, ekonomik ajanlar, uygulanan politikaların ne ölçüde açıklanan politikalar ile örtüştüğünü izleyebilmekte ve kararlarını buna göre verebilmektedirler. Bu yaklaşımın esas sakıncası ise, seçilen ara hedef ile ulaşılacak istenen amaç arasındaki bağlantının kuvvetine ilişkin kuşkulardır. Örneğin, ulaşılacak istenen amaç fiyat istikrarı ise ve ara hedef olarak parasal bir büyüklük seçilmiş ise, para talebinde veya paranın dolanım hızında meydana gelebilecek değişiklikler, ara hedef değişkeninin arzulan düzeyden sapmasına neden olabilmekte ve nihai amaca ulaşmayı zorlaştırabilmektedir.¹³⁹

Uygulanacak para politikasını, sadece günün gereklerine uygun olmak yerine önceden belirlenen bir politika çerçevesinde yürütmek için belli bir değişkeni hedeflemek ya da bir değişkeni nominal çıpa olarak kabul ederek bunun yardımıyla hedefe ulaşmaya çalışmak merkez bankaları açısından sık görülen bir uygulamadır. Ara hedefleme stratejileri; parasal hedefleme, kur çıpası ve merkez bankası bilançosu hedeflemesi olmak üzere üçe ayrılmaktadır.

1.3.1.1. Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme stratejisinde asıl hedef fiyat istikrarı, bu hedefe ulaşmak için kullanılan ara hedef ise parasal büyüklüklerdir. Para politikası uygulamalarında parasal büyüklüklerin temel alındığı bu stratejide, kamuoyundaki enflasyon beklentilerinin kırılması için parasal büyüklüklere ait hedeflerin ilan edilmesi yoluna gidilmektedir. Parasal hedefleme Milton Friedman'ın ileri sürdüğü sabit oranlı

¹³⁹ Alövşat Müslümov, Mübariz Hasanov, Cenktan Özyıldırım, **Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri**, TÜGİAD Ekonomi Ödülleri Kitapları, No: 3, Scala Basım, Yayım, Tanıtım, 2002, s. 65.

parasal genişleme kuralı çerçevesinde, seçilen parasal büyüklüğün sabit bir oranda büyümesinin hedeflenmesi şeklinde değerlendirilebilmektedir.¹⁴⁰

1970’li yılların başından itibaren birçok merkez bankası parasal hedefleme stratejisine geçmiştir. Bretton-Woods Sistemi’nin çöküşünden sonra ara hedef olarak parasal büyüklükleri ilan eden ilk banka, Alman Merkez Bankası Bundesbank olmuştur.¹⁴¹ Para arzı hedefleme politikası 1970 ve 1980’li yıllarda ABD, Almanya, İsviçre ve Fransa’da da uygulanmıştır. Gelişmiş ve derin mali sistemlere sahip bu ülkelerde başarılı bir şekilde uygulanmasına rağmen, Yeni Zelanda, İngiltere ve Kanada gibi ülkeler yeni politika arayışları içine girmişlerdir.

Bunun yanı sıra parasal hedeflemeyi benimseyen hiçbir merkez bankası katı bir parasal genişleme kuralına bağlı kalamamaktadır. Bu nedenle parasal hedefleme oldukça esnek bir biçimde uygulanmaktadır. Parasal büyüklüklere yönelik hedefleme, parasal tabandan başlamak üzere genişleyerek değişik para arzlarını konu alabileceği gibi kredilere ilişkin büyüklükleri de hedefleyebilmektedir. Bu tür hedefleme stratejilerinde hedef değişken büyüdükçe, merkez bankaları tarafından kontrol edilebilir olma özelliği azalmakta buna karşın hedeflenen büyüklüğün halkın her kesimi tarafından izlenebilirlik özelliği artmaktadır. Ayrıca, değişkenin büyüklüğü arttıkça günlük olarak da izlenmesi zorlaşmaktadır.¹⁴²

Parasal hedefleme stratejisinin merkez bankasına sağladığı en büyük avantaj, para politikasını yurtiçi gelişmelere uygun olarak belirleme ve uygulama olanağı vermesidir. Merkez bankası özellikle dar anlamdaki parasal büyüklükleri hızlı ve kolay bir şekilde kontrol edebilmekte ve hedefe ulaşıp ulaşmadığına dair geribildirim alabilmektedir. Parasal hedeflerin kamu tarafından kolayca anlaşılabilmesi, enflasyon beklentilerinin sabitlenmesine ve enflasyonun düşmesine katkıda bulunmaktadır.

¹⁴⁰ Erdal Demirhan, **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 231, İstanbul, s. 18.

¹⁴¹ Tahir Büyükakın, Cemil Erarlan, “ Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı: 2, 2004, s. 22-23.

¹⁴² N. Kamuran Malatyalı, **Enflasyon Hedeflemesi: Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları, Ankara, 1998-01, s. 2-3.

Ayrıca parasal hedefleme stratejisinde para politikasının şeffaflığı ve merkez bankasının hesap verebilirliği artmaktadır.

Parasal hedefleme stratejisinin başarılı ile uygulanabilmesi için; amaç değişken (enflasyon ve milli gelir) ile hedeflenen büyüklük arasında sağlam ve güvenilir bir ilişkinin bulunması, paranın dolaşım hızının istikrarlı olması ve hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından iyi bir şekilde kontrol edilmesi gerekmektedir. Ancak, özellikle 1980'lerin ikinci yarısından başlayarak, finansal serbestleşme uygulamalarının yaygınlaşması, mevduata alternatif olarak repo, yatırım fonu gibi yeni finansal araçların gelişmesi, kredi kartı, ATM gibi yeni ödeme araçlarının ve teknolojilerin ortaya çıkması gibi birçok faktör, para talebinin tahminini ve bu çerçevede para arzının tanımlanmasını zorlaştırmış ve para arzı tanımlarının enflasyon üzerindeki belirleyiciliğinin şiddeti ve istikrarı azalmıştır. Bu nedenle, son 10-15 yıldır parasal hedefleme politikası popülerliğini yitirmiştir.

1.3.1.2. Kur Çıpası

Döviz kuru hedeflemesi, basitliği ve kolay uygulanabilirliği nedeniyle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde sıkça kullanılan bir para politikası stratejisidir. Bu stratejide, yurtiçi para altın gibi bir mala ya da düşük enflasyona sahip bir ülkenin parasına bağlanmaktadır. Bu anlamda, özellikle küçük ve açık ekonomilerde benimsenen döviz kuru hedeflemesi, döviz kuru ile ilgili olarak önceden açıklanan bir programa uyumu ifade etmektedir. Bu tür bir çıpa sabit döviz kuru rejimi veya sürünen pariteler şeklinde olabilmektedir.¹⁴³ Döviz kuru hedefleme stratejisinin uygulamaya yansıyan en güçlü şekli, para kuruludur.

Döviz kuru hedeflemesinde, kurlar önceden ilan edilen düzeylerde tutulmakta, halkın ve firmaların ücret ve fiyatlarını ilan edilen kurlarla uyumlu bir şekilde belirlemeleri beklenmektedir. Bu stratejide, kurların ilanı şeffaftır ve herkes tarafından kolayca izlenmektedir. Yani, döviz kuru, hükümetin niyet ve fiili hareketleri hakkında kamuoyuna parasal hedeflemeden daha net sinyaller

¹⁴³ Demirhan, a.g.e., ss. 10-11.

vermektedir. Ayrıca, enflasyonun kronikleştiği ülkelerde, yaşanan dolarizasyon* nedeniyle yurtiçi para stokunun ulusal para birimi cinsinden olan kısmında meydana gelen azalma toplam para stokunu fazla etkilemeyeceği için döviz kuru hedeflemesi enflasyon üzerinde daha etkili olabilmektedir.

Nominal çıpa olarak döviz kurunun seçilmesinin diğer bir avantajı ise, zaman tutarsızlığı sorununu ortadan kaldırmasıdır. Zaman tutarsızlığı; politika belirleyicisinin veya politika belirleyicisi üzerinde etkili olan siyasilerin, kısa dönemde üretimi ve istihdamı artırmak amacıyla genişletici politika takip etme yönünde merkez bankasını harekete geçirmesi nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Döviz kuru hedefi ulusal paranın değer kaybettiği zamanlarda sıkı para politikası, değer kazandığı zamanlarda ise genişletici para politikası uygulanmasını gerektiren otomatik bir para politikasını ifade etmektedir.

Döviz kuru hedeflemesinin avantajlarına rağmen, uluslararası tecrübeler bu hedeflemenin bir takım sorunlara da sahip olduğunu göstermektedir.¹⁴⁴ Sermaye piyasası dışı açık ülkelerde, döviz kuru hedeflendiği zaman, yurtiçi faiz oranları çıpa ülkenin faiz oranlarına sıkı bir biçimde bağlanmakta ve merkez bankası yurtiçi para arzını kontrol edememektedir. Böylece, döviz kuru hedeflemesi uygulayan ülkeler, çıpa ülkede ortaya çıkan şoklardan kolayca etkilenmekte ve bağımsız para politikası uygulayamamaktadırlar.

Döviz kuru hedeflemesi ülkelerin paralarını spekülâtif ataklara açık hale getirmektedir. Para birimi çıpa olarak seçilen ülkede meydana gelen bir şok, hedefleme yapan ülkede ekonominin gerilemesine yol açmaktadır. Bu durumda spekülâtörler döviz kuru politikalarını sorgulamaya başlamakta ve ülke parasından yabancı paraya geçmektedirler. Bu kaçış, döviz kuru üzerindeki baskıyı artırmakta ve sonuç olarak para biriminin değer kaybetmesine neden olmaktadır.¹⁴⁵

* Dolarizasyon (para ikamesi), ABD dışındaki herhangi bir ülkede doların ülke içindeki işlemlerde kullanılmasıdır.

¹⁴⁴ Öztürk, a.g.e., s. 30.

¹⁴⁵ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, a.g.e., s. 69.

Gelişen piyasa ekonomilerinde döviz kuru hedeflemesi ekonomiyi olumsuz biçimde etkilemekte ve finansal istikrarsızlığa yol açmaktadır. Özellikle, 1990'lı yılların ikinci yarısında, kur çıpası uygulayan birçok ülke, spekülâtif ataklara maruz kalmış ve istikrar programları başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bu tecrübeler ışığında, kur çıpası stratejisi de, parasal hedefleme stratejisi gibi, popülerliğini yitirmiştir.

1.3.1.3. Merkez Bankası Bilançosu Hedeflemesi

Merkez Bankası Bilançosu Hedeflemesi; klasik IMF programlarında sıkça kullanılan stratejilerden biridir. IMF kaynaklı istikrar programları, genellikle Ortodoks istikrar programı yaklaşımına göre hazırlanmaktadır. Bu yaklaşımda; ülkenin ödemeler bilançosu açıklarının iyileştirilmesi, enflasyon oranının düşürülmesi ve sıkı para ve maliye politikası yolu ile kamu kesimi açıklarının kapatılması hedeflenmektedir.¹⁴⁶

IMF'in ekonomik istikrarın sağlanmasına ilişkin yaklaşımı literatürde "finansal programlama" olarak yer almaktadır. IMF tipi istikrar programlarının temel kurgusu, diğer bir ifadeyle finansal programlama, para politikası uygulamasında merkez bankası bilançoları üzerine belirli şartlılıklar getirmekte, para politikasının genel çerçevesi, parasal büyüklükler üzerine konulan performans kriteri veya gösterge niteliğindeki hedefler ile belirlenmektedir. Ülkeye ve programa bağlı olarak tanımları değişebilmekle birlikte, finansal programlamanın para politikası kurgusu; genel olarak merkez bankası bilanço büyüklüklerinden Net İç Varlıklara (NİV) tavan, Net Uluslararası Rezervlere (NUR) ise taban hedefler konulması şeklinde gerçekleşmektedir. Ayrıca, Para Tabanına da gösterge tavan değeri konularak desteklenmektedir.¹⁴⁷

¹⁴⁶ Esra Siverekli Demircan, Meliha Ener, "IMF'in Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye'de Uygulanan İstikrar Programları Üzerine Etkileri, **Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Biga İ.İ.B.F. Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 1-2, 2003-2004, s. 83-102.

¹⁴⁷ Ali Vefa Çelik ve diğerleri (haz.), **TCMB Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları**, TCMB, Ankara, 2006, s. 59.

Ekonomi yönetimi tarafından kontrol edilebilir bir büyüklük olan iç kredi genişlemesi, temel olarak ödemeler dengesinde yaşanan sorunlarda, üye ülkelere sağlanan IMF desteğinde en önemli değişkenlerden biridir. Bu büyüklük merkez bankaları bilançosunda net iç varlıklar ile takip edilmektedir. NİV'e tavan hedef konulması ile merkez bankası kredileri ile para arzının artırılmasının önüne geçilmesi amaçlanmaktadır. Net Uluslararası Rezervler ise, ülkelerin net döviz rezerv pozisyonunu göstermektedir. Net Uluslararası Rezervlere taban hedef konulması ile ülkenin net döviz rezervlerinin korunması amaçlanmaktadır. Para tabanı, iktisadi birimlerin para talebine daha duyarlı bir büyüklük olduğundan, para politikaları uygulamalarında, merkez bankası tarafından yakından takip edilmektedir. Para tabanı gösterge hedefi, bir nevi daha önce açıklanan parasal hedeflemedir ve rezerv para hedefi miktar teorisi çerçevesinde belirlenmektedir.¹⁴⁸

Para politikası uygulamasında güçlü bir taahhüdü yansıtacak bir nominal çıkışın yokluğunda, IMF'in finansal programlaması, beklentilerin yönlendirilmesi ve politika uygulamasına ilişkin iç ve dış kredibilitenin sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Ancak, yüksek enflasyondan düşük enflasyon ortamına geçişlerin yaşandığı dönemlerde, para talebinde gözlenebilecek yapısal değişiklikler gibi ülke örneklerine özel durumlar, parasal programlamada bir takım esneklikleri beraberinde getirmektedir. Bu çerçevede, NUR için ortaya konulan hedefler, hemen her kurgulamada performans kriteri niteliği taşıırken, Para Tabanı ve NİV için belirlenen hedefler ülke özeline bağlı olarak gösterge niteliğinde hedefler niteliğini kazanabilmektedir. IMF tarafından sağlanan kredi dilimlerinin serbest bırakılması, belirli dönemler itibarıyla, parasal ve yapısal performans kriterlerinin gerçekleştirilmesine bağlıdır.

1.3.2. Amaç Hedefleme Stratejisi

Gerek parasal hedefleme, gerekse de döviz kuru hedeflemesi stratejisi ile nihai amaçlara ulaşmada yaşanan zorluklar, para otoritelerini yeni çözüm yolları

¹⁴⁸ Önder, a.g.t., s. 44.

üretmeye sevk etmiştir. Bu kapsamda geliştirilen amaç hedefleme stratejileri, nominal gelir hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesidir.

1.3.2.1. Nominal Milli Gelir Hedeflemesi

Politika stratejisi olarak nominal gelir hedeflemesi ilk kez Meade (1978) tarafından ortaya atılmıştır. Meade'e göre, ara hedefleme stratejilerinde, amaçtan öte araçlar üzerinde yoğunlaşmakta ve paranın dolaşım hızı değiştiği zaman toplam talepte arzu edilmeyen dalgalanmalar söz konusu olmaktadır. Bu nedenle, tek amaca ulaşmak için tek politika aracı kullanmak yerine, değişik amaçlardan oluşan tek hedefe değişik politikaların bir bileşimini kullanarak ulaşmak daha etkin sonuçlar verebilmektedir.¹⁴⁹

1970'li yılların ortalarından itibaren özellikle ABD Merkez Bankası parasal toplamlar için hedef aralıkları oluşturmuş ve parasal toplamların büyümesini bu hedeflere göre yönlendirmiştir. Fakat son yıllarda finansal piyasalarda meydana gelen yenilikler ve düzenlemelerin kaldırılması politika göstergesi olarak parasal toplamları daha az güvenilir hale getirmiştir. Bu nedenle, birçok iktisatçı para politikası açısından en iyi göstergenin nominal gayri safi yurt içi hasıla olacağını ileri sürmektedir.¹⁵⁰

Nominal gelir hedeflemesi, merkez bankası veya hükümet tarafından belirlenen nominal geliri, belli bir rotada tutmaya çalışan ve makro ekonominin diğer kolları tarafından da desteklenen bir para politikasıdır. Burada, nominal gelir için merkez bankası tarafından bir hedef aralığı ilan edilmektedir. Fakat, nominal gelir merkez bankasının doğrudan kontrolü altında olmadığı için her dönemde ilan ettiği hedefinin en yakın seviyede gerçekleşmesini sağlayacak parasal tabanı ya da para stokunu yeniden hesap etmesi gerekmektedir. Merkez bankası tarafından nominal bir gelir hedefi belirlenmesi durumunda, şayet hedef tutturulamazsa bunun tek sorumlusu olarak merkez bankası gösterilmemelidir. Çünkü, bu durumun ortaya çıkmasında maliye politikaları da en az para politikaları kadar etkili olmaktadır.

¹⁴⁹ Müslümov, Hasanov, Özyıldırım, a.g.e., s. 69.

¹⁵⁰ İlker Parasız, Melike Bildirici, a.g.e., s. 378.

Nominal gelir hedeflemesinin olumlu tarafları olduğu kadar beraberinde getirdiği bazı sorunlar da bulunmaktadır.¹⁵¹

1.3.2.2. Enflasyon Hedeflemesi

1980’li yıllarda yaşanan finansal serbestleşme uygulamalarının parasal hedefleme politikalarının etkinliğini azaltması ve para talebindeki istikrarın kaybolması sonucu birçok ülke enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılan yeni bir uygulamaya geçmiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, dünyada ilk kez Yeni Zelanda Merkez Bankası tarafından 1989’da uygulanmaya başlanmış ve enflasyonu düşürmede oldukça başarılı olması sebebiyle de kısa zamanda popülerite kazanarak birçok ülkenin merkez bankası tarafından benimsenmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi, enflasyonun geleceğe yönelik olarak belirli bir zaman diliminde bir nokta ya da band şeklinde ilan edilerek bu seviyenin gerçekleştirilmesi ve sürdürülmesine yönelik para politikası yaklaşımıdır.¹⁵² Enflasyon hedeflemesinde, belirli bir dönem için belirlenen enflasyon hedefi merkez bankasının temel politika hedefi olmaktadır. Bu stratejide, merkez bankası herhangi bir ara hedef ilan etmemektedir. Para politikası, enflasyon tahminlerinin ve beklentilerin hedeflenen enflasyondan sapmasına göre yönlendirilmektedir. Enflasyon hedeflemesinin ara hedeflemeden farkı, enflasyon hedefinin net bir şekilde kamuoyuna duyurulması ve bu konu ile ilgili doğrudan sorumluluk alınmasıdır.

Merkez bankaları, enflasyon hedeflemesinde diğer nominal çıpa politikalarından farklı olarak, hedeflenen enflasyon oranına ulaşmada değişik para politikası araçlarını kullanma serbestisine sahiptirler. Bu yaklaşım ülkenin sadece kendi durumuna odaklanabilmesine olanak vermekte ve para politikası tek bir değişken yerine enflasyonu etkileyebilecek her türlü faktör göz önünde bulundurularak belirlenmektedir. Bu faktörler arasında ücret artışları, kur artışı,

¹⁵¹ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Öztürk, a.g.e., ss. 45-46., Parasız, Bildirici, a.g.e., ss. 378-384.

¹⁵² Serdar Öztürk, “Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **DTM Dergisi**, Sayı: 29, 2003,

Erişim:26.07.2005, http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2003/enflasyon_hedeflemesi_.htm

kamu fiyatlandırma mekanizması, bekleyişler, petrol fiyatları gibi birçok unsur yer almaktadır.¹⁵³ Bu tür bir politikanın başarılı olabilmesi için, güçlü ve sağlıklı bir mali yapı, enflasyon ile para politikası araçları arasında gözlenebilir ve istikrarlı bir ilişki, kredibilite, bağımsızlık ve açıklık gibi unsurlar ön plana çıkmaktadır.

Mishkin'e göre enflasyon hedeflemesi stratejisi, içinde beş temel unsuru barındıran bir para politikası stratejisidir:¹⁵⁴

1. Orta vadeli sayısal bir enflasyon hedefinin kamuoyuna ilan edilmesi gerekmektedir.
2. Merkez bankası, para politikasının nihai amacının fiyat istikrarını sağlama, diğer hedeflerin de tali hedefler olduğuna ilişkin yasal taahhüt vermelidir.
3. Politika araçlarının kullanımı kararlaştırılırken, parasal büyüklükler veya döviz kuru oranı değil, bunları da içeren kapsamlı bir enformasyon stratejisinin takibi; yani bir çok parasal ve reel göstergeden faydalanılması gerekmektedir.
4. Para otoritesinin planları, hedefleri ve kararları hakkında kamuoyu ve piyasalarla iletişim kurmak suretiyle para politikası stratejisinin şeffaflığı sağlanmalıdır.
5. Enflasyon hedeflerine ulaşmak için merkez bankasının hesap verebilirliğinin artırılması gerekmektedir.

Enflasyon hedeflemesinde, operasyonel hedef olarak kısa vadeli faiz oranları, orta vadeli hedef olarak beklenen enflasyon ve öncelikli amaç olarak da enflasyon hedefi kullanılmaktadır. İster ara hedef, ister nihai hedefin kendisi kullanılsın, temel amaç; seçilen büyüklüklerin, ekonomik karar alma süreçlerinde referans olarak alınmasını (çıpa görevi) sağlamaktır.

¹⁵³ **Dış Ticaret Müsteşarlığı**, Enflasyon Hedeflemesi, Dünya'da ve Türkiye'de Ekonomik Gelişmeler, Sayı:8, 2001, Erişim:12.09.2005, [http:// www.foreigntrade.gov.tr/ead/ekonomi/sayi8/enflasyon.htm](http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/ekonomi/sayi8/enflasyon.htm)

¹⁵⁴ Bayram Çolakoğlu, "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında T.C. Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 4, 2002, ss. 17-31.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin tam olarak uygulandığı ve açık enflasyon hedeflemesi şeklinde tanımlanan durumlarda operasyonel veya ara hedef belirlenmez. Çünkü, açık enflasyon hedeflemesi rejimi, enflasyonun yüksek seviyelerden düşürülmesi için değil, düşük seviyelerinin korunması, yani fiyat istikrarının sağlanması amacıyla uygulanmaktadır. Öte yandan, yine fiyat istikrarının temel amaç olarak seçildiği bazı uygulamalarda bazı operasyonel amaçlar da belirlenebilmektedir. Bu durumda örtük enflasyon hedeflemesinden söz etmek mümkün olmaktadır. Bu bağlamda öngörülen aktarım mekanizmaları çerçevesinde, faiz oranları, döviz kuru ve parasal taban gibi unsurların operasyonel hedefler olarak seçildiği görülmektedir.¹⁵⁵ Örtük enflasyon hedeflemesi, enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde kısa vadede enflasyonu düşürmeyi hedeflemekte ve açık enflasyon hedeflemesi için uygun ortamı hazırlamaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin diğer stratejilere kıyasla, düşük ve istikrarlı enflasyon amacına daha çok odaklandığı görülmekte, gerçekleşen enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasındaki fark para politikasının başarısını göstermektedir. Yani, bu politikanın başarısı diğer stratejilere oranla daha kolay ölçülebilmektedir.¹⁵⁶ Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile para politikası uygulamalarında şeffaflık artmakta ve politika kamuoyu tarafından daha kolay anlaşılmaktadır. Bu stratejinin diğer bir avantajı ise, para politikasının ulusal ekonomideki şoklara ağırlık vermesini sağlamaktır.

Günümüzde 18 ülkede enflasyon hedeflemesi politikası uygulanmaktadır. Akademik çevrelerde enflasyon hedeflemesi politikasının başarısı konusunda görüş ayrılıkları bulunmakla beraber, enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerde uygulanabilirliği de ayrı bir tartışma konusudur. Uygulama açısından katı ve tavizsiz oluşu, etkin olmayan üretim dengesine yol açması, ekonomik büyümeyi sınırlandırması ve mali istikrarsızlığa yol açması gibi bir takım dezavantajları da sayılmaktadır.

¹⁵⁵ Özcan Karahan, "Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği", **Finans-Politik Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 43, Sayı: 503, 2006, ss. 59-60.

¹⁵⁶ Almıla Karasoy, Mesut Saygılı, Cihan Yalçın, **Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No: 9801, Ankara, 1998, s. 14.

2. İKTİSADİ EKOLLERİN PARA POLİTİKASI YAKLAŞIMLARI

Paranın tanımı, ekonomi politikası içerisindeki fonksiyonları ve ekonomiyi etkileyebilme gücü iktisat literatüründe sıkça tartışılan konular arasında yer almaktadır. Para, ekonomik faaliyetlere aracılık yapmasının yanında, aynı zamanda bir politika aracıdır. Bu özellikleri nedeniyle para, politika uygulayıcıları tarafından çeşitli ekonomik değişkenleri etkileyebilmek için kullanılmaktadır.

Klasik, Keynesyen ve bu görüşlerin uzantıları olan çağdaş iktisatçıların para politikalarına bakış açıları birbirinden farklıdır. Tarihsel süreç içerisinde ekonomide hangi iktisadi görüş hakim ise, uygulanan para politikalarında da bu görüşün etkisi hissedilmektedir. Yani para politikalarında yaşanan değişimleri anlayabilmek için iktisadi ekollerin para politikalarına yaklaşımlarını incelemek gerekmektedir. Bu konudaki görüşler, özetleri itibariyle aşağıda incelenmeye çalışılacaktır.

2.1. Klasiklerin Para Politikası Yaklaşımları

Klasik iktisatçılara göre para, iktisat teorisinin hatta para teorisinin dışında ekzojen (dışsal) bir faktördür. J.B. Say'ın “ para, bizden iktisadi gerçekleri saklayan bir peçedir, gerçek para malların kendisidir” ve J.S. Mill'in “paradan daha az önemli olan hiçbir şey yoktur” ifadeleri Klasiklerin para konusundaki görüşlerini açıkça ifade etmektedir.¹⁵⁷

1930 yılı öncesi iktisadi düşünceye egemen olan Klasik düşünce, Mahreçler Kanunu (Say Kanunu) ve Paranın Miktar Kuramı olmak üzere iki temel üzerine oturtulmuştur. “Her arz kendi talebini yaratır” şeklinde özetlenen Say Kanunu'na göre, kişi, para karşılığında ürününü başka birine satmakta ve bu para ile er ya da geç başka bir ürün satın almaktadır. Bu işlemde paranın fonksiyonu, sadece değişime aracılık etmektir.¹⁵⁸ Bütün ekonomi açısından, her arzın kendi talebini yaratması, paranın peçe ve sadece mübadeleleri kolaylaştıran bir araç olduğu teziyle tutarlıdır. Klasik iktisatçılara göre, ekonomi daima tam istihdam düzeyinde bulunmakta, yani üretilen mal ve hizmetlerin tamamına yetecek kadar talep oluşmaktadır.

¹⁵⁷ Serin, a.g.e., s. 56.

¹⁵⁸ Tezer Öçal, Ö. Faruk Çolak, **Para-Banka**, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara, 1988, s. 118.

Klasik iktisatçılar, Mahreçler Kanunu'nda kişilerin kazandıkları gelirlerin tümünü bekletmeden harcadıklarını varsaymakla birlikte fertlerin gelirlerinin bir kısmını harcamayıp, tasarruf ettiklerini de kabul etmektedirler. Burada dikkat edilecek husus, tüketiciler tarafından harcanmayarak piyasadan çekilen bu paranın faiz karşılığında yatırım yapacak müteşebbislere verildiğidir. Tasarruf sahiplerince harcanmayan gelir, müteşebbisler tarafından harcanacak ve bu suretle ekonomide toplam harcamalarda hiçbir azalma olmayacaktır. Klasik iktisatçılara göre, planlanan tasarruflarla, planlanan yatırımları eşitleyen unsur, faiz oranlarıdır. Diğer bir deyişle, faizin belirleyicileri; reel tasarruf arzı ve reel sermaye talebidir. Para miktarının azalması ya da çoğalması gibi parasal etkenler faizler üzerinde etkili değildir.

Klasik düşüncedeki ikinci temel kuram “Paranın Miktar Kuramı” olup, paranın fiyatlar üzerindeki etkisini açıklamaktadır. $MV=PY$ şeklinde ifade edilen mübadele denklemi teorisinin ilk yorumlamalarından bir tanesidir ve 1926 yılında Fisher tarafından oluşturulmuştur. Denkleminde M para arzını, V paranın gelir dolanım hızını, P fiyat düzeyini ve Y reel milli geliri ifade etmektedir. Ekonomide belli bir dönemde toplam hasılaya yönelik olarak yapılan harcamaların toplam parasal değeri (MV), söz konusu hasılanın parasal değerine (PY) eşittir. Böyle bir eşitliği teorik bir açıklama haline dönüştüren ekonominin tam istihdam denge seviyesinde olduğu, paranın muamele güdüsü ile talep edildiği ve paranın dolanım hızının sabit olduğu varsayımlarıdır. Teoride, V ile Y sabit kabul edildiği için, para arzında (M) meydana gelecek değişmelerin aynı yönde ve aynı oranda fiyatlara (P) yansıtacağı kabul edilmektedir. Klasik teoriye göre, ekonomide para arzında bir artış olduğunda daha fazla harcama olacak, ekonomi daima tam istihdamda bulunduğundan bu harcama fazlası fiyatlar genel düzeyinde bir artışa yol açacaktır. Görüldüğü gibi, para arzındaki bir artış yalnızca mal ve hizmetlerin fiyatlarını artırmakta; üretim, istihdam ve faiz oranları değişmemektedir.¹⁵⁹ Klasik ekonomide büyüme; tasarruf ve verimliliğe (sermayenin produktivitesine) bağlıdır. Böyle bir model çerçevesinde

¹⁵⁹ Pekin, a.g.e., s. 137.

üretim, büyüme ve gelir bölüşümü konularında para etkisizdir ve aktif bir araç değildir.¹⁶⁰

Klasik düşüncede para politikasının etkisiz olduğu ifade edilmekle birlikte, aktif bir para politikasının tam istihdamın sağlanmasında ücret-fiyat mekanizmasının yükünü hafifleteceği de belirtilmiştir. Bu da para politikasının ekonomi üzerindeki etkisinin tamamen göz ardı edilmediğini, az da olsa bir etkisinin varlığının kabul edildiğini göstermektedir.

Paranın sadece muamele güdüsüyle talep edilmesi, para talebinin faiz oranlarından bağımsız olması ve paranın dolanım hızının sabitliği gibi varsayımlar sonucunda, klasik sistemde parasal parametrelerdeki değişimler yoluyla reel değişkenleri etkilemenin mümkün olmadığı sonucuna varılmaktadır. Klasikler para politikasının nominal değişimler üzerinde yoğunlaşmasını, reel etkiler yapma konusundaki davranışlarını terk etmesi gerektiğini savunmaktadırlar. Klasiklere göre, para politikası uygulamaları istihdam ve milli gelir gibi reel değişkenlere etki etmemekte, sadece ve sadece fiyatlar kanalıyla enflasyon oranını etkilemektedir.

Aslında, ekonominin tam istihdam denge seviyesinde olduğuna inanan ve “Laissez-faire, Laissez passer” prensibiyle ekonomideki her unsurun kendiliğinden dengesini bulacağını kabul eden klasik iktisadi düşüncede, her türlü müdahale yanlış bulunmuştur. Bu çerçevede paraya yapılan müdahalelerin de ekonomide istikrarsızlık doğuracağı düşünülerek, devletin paraya müdahalesinin gereksizliği açıklanmaya çalışılmıştır. Böyle olunca da, ekonomik istikrarsızlıkların suçlusu olarak paraya müdahale davranışları gösterilmiş, ekonomiyi istikrara kavuşturmanın yolunun da para konusunda müdahalesiz politikalardan geçtiği belirtilmiştir.¹⁶¹

2.2. Keynes'in Para Politikası Yaklaşımları

Keynes 1936 yılında yazdığı “İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi” adlı eserinde Klasik teoriyi eleştirmiş ve yeni bir teori ortaya atmıştır. Dünya Ekonomik Buhranı'nın (1929) yaşandığı bir dönemde düşüncelerini geliştiren Keynes'e göre,

¹⁶⁰ Ahmet Kılıçbay, **Türk Ekonomisi: Modeller, Politikalar, Stratejiler**, Bilim Teknik Yayınevi, 5.b., İstanbul, 1999, s. 362.

¹⁶¹ Öztürk, a.g.t., s. 90.

ekonominin tam istihdamda dengeye gelmesi her zaman ulaşılabilecek bir sonuç değildir. Keynes, ekonomide eksik istihdam ve gayri iradi işsizliğin yaşanabileceğine ve tam istihdama ulaşmak için devletin bir iktisat politikası olması gerektiğine inanmaktadır. Tam istihdam durumunda, para arzındaki bir artışın sadece fiyatları artıracığı, reel faktörleri etkilemeyeceği görüşünü benimsemektedir. Tam istihdam durumunda Klasiklerle aynı görüşü paylaşan Keynes, analizinde ekonominin eksik istihdam durumunda olduğunu varsaymaktadır.

Keynes, Klasiklerin para talebi ile ilgili düşüncelerini yetersiz bulmakta, kişilerin parayı değer birikim aracı olarak kabul edip, spekülasyon güdüyle de para talep edebileceklerini savunmaktadır. Keynes'e göre para; muamele, ihtiyat ve spekülasyon güdüleriyle talep edilmektedir. Likidite tercihi de denilen bu para talebi yaklaşımında, muamele ve ihtiyat güdüsüyle para talebi gelirden etkilenirken, spekülasyon güdüsüyle para talebi faiz oranları ile ilişkilidir. Keynesyen teoride faiz oranları para talebini etkileyebildiği için, paranın dolanım hızı sabit değildir. Keynes'e göre paranın gelir dolanım hızı, bankacılık ve ticari hayatın niteliğine, sosyal alışkanlıklara, gelir dağılımına ve elde tutulan paranın satın alma gücüne bağlıdır. Keynesyen görüşe göre, Klasiklerin aksine para politikası yardımıyla reel ekonomiyi etkilemek mümkündür.¹⁶²

Keynesyen teoride, para arzındaki değişikliğin reel sektör üzerindeki etkisi, para talebi fonksiyonu ve yatırım talebi fonksiyonlarının faize gösterdiği duyarlılık derecesine bağlıdır. Para talebinin faiz esnekliğinin düşük olması, para stokundaki bir artışın, faiz oranını önemli ölçüde düşüreceğine işaret etmektedir.¹⁶³ Ancak, faiz oranlarının düşebileceği bir alt nokta vardır ve bu noktadan sonra para arzında yapılacak değişiklikler faiz oranlarını etkileyememektedir. Literatürde bu duruma "likidite tuzağı" adı verilmektedir. Bu uç bölgede para talebinin faiz esnekliği sonsuzdur. Keynesyen açıklamalar içinde para otoritelerinin hareket alanını kısıtlayan faktörlerden birisi de budur.

¹⁶² Nur Keyder, **Para: Teori-Politika-Uygulama**, Bizim Büro Basımevi, Geliştirilmiş 7.b., Ankara, ss. 292-295.

¹⁶³ Keyder, y.a.g.e., s. 295.

Keynesyen model üretim düzeyinin belirlenmesinde toplam talebi oluşturan unsurlar (tüketim, yatırım ve devlet harcamaları) üzerinde odaklanmaktadır. Harcamalarda meydana gelen bir değişikliğin çarpan mekanizması yoluyla gelir düzeyini etkileyeceği, bu araçlarla toplam talepte istenen değişikliklerin yapılabileceğini ileri sürülmektedir. Keynes, çarpan kavramını yatırım artışlarının gelir üzerindeki etkisini göstermek için kullanmaktadır. Yatırım artışlarının ne oranda olacağı fertlerin marjinal tüketim eğilimine bağlı olup, marjinal tüketim eğiliminin büyüklüğü çarpanın, dolayısıyla yatırımların gelir artıcı etkisinin büyüklüğü sonucunu doğuracaktır.

Keynesyen görüşte para politikasının başarısı, para arzının ve dolayısıyla faizlerin ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisine bağlanmaktadır. Para arzındaki değişimin faiz oranlarına etkisi ne kadar büyük olursa, faiz oranlarındaki değişimlere harcamaların göstereceği esnekliğe bağlı olarak, para politikası milli gelir üzerinde o ölçüde etkili olmaktadır.¹⁶⁴ Keynes'e göre para politikasının başarılı olabilmesi için, para talebinin esnekliğinin düşük, yatırım talebinin faiz esnekliğinin yüksek olması gerekmektedir. Keynes para arzı ile gelir arasında dolaylı (faiz yoluyla) bir ilişki görmüş, ancak, bu ilişkinin oldukça zayıf olduğunu savunmuştur.

Keynesyen model, Klasiklerin aksine, ekonominin eksik istihdamda da dengeye gelebileceğini ileri sürmekte, Klasiklerde olduğu gibi, serbest fiyat sisteminde tam bir fiyat ve ücret esnekliği varsayılsa bile, bütün üretim faktörlerinin tam istihdamını içeren uzun dönem dengesine doğru otomatik bir eğilim içinde olamayacağını ifade etmektedir. Keynesyen kuramda, tam istihdamın sağlanmasında maliye politikası anahtar politika kabul edilirken, para politikasının ve bu politikanın toplam talebin kontrolünde etkisinin önemsiz olduğu, Klasiklere benzer şekilde, ifade edilmektedir.

2.3. Monetaristlerin Para Politikası Yaklaşımları

Keynesyen iktisadın sunduğu politika reçeteleri 1950'li ve 1960'lı yıllarda gelişmiş ülkelerde uygulanmaya konulmuş ve başarılı sonuçlar elde edilmiştir.

¹⁶⁴ Akçay, a.g.t., s. 8

Ancak, 1970’li yıllarda Bretton-Woods sisteminin yıkılması, OPEC ülkelerinin petrol fiyatlarında yaptıkları çok yüksek artışlar ve stagflasyon* olgusunun ortaya çıkışı Keynesyen iktisada duyulan güveni sarsmış ve yeni görüşlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Keynesyen modele yöneltilen en önemli ve sistematik eleştiri Milton Friedman’ın öncülüğünde geliştirilen Monetarist (paracı) teoriden gelmiştir.

Monetarist teori, Friedman’ın Klasik Miktar Teorisi’ni yeniden yorumlamış ve bu teoriyi bir “para talebi teorisi” olarak nitelendirmiştir. Sonradan “Modern Miktar Teorisi” olarak adlandırılan bu yaklaşım, ekonomide paranın rolünü yeniden ön plana çıkarmıştır. Modern Miktar Teorisi’ni Klasik Miktar Teorisi’nden ayıran iki temel farklılık bulunmaktadır:

- 1) Klasik Miktar Teorisi, ekonominin daima tam istihdamda dengeye geleceğini savunurken, Modern Miktar Teorisi ekonomilerde her zaman giderilemeyen bir doğal işsizliğin mevcut olduğunu savunmaktadır.
- 2) Klasik Miktar Teorisi’nde paranın dolanım hızı (v) sabit kabul edilirken, Modern Miktar Teorisi’nde paranın dolanım hızının (v) belli değişkenlerin (faiz oranı, beklenen enflasyon oranı, beşeri servetin beşeri olmayan servete oranı gibi) istikrarlı bir fonksiyonu olduğu ileri sürülmektedir.

Friedman’a göre, para talebi reel gelirin istikrarlı ve öngörülebilir bir fonksiyonudur. Yani, para talebi gelir düzeyi tarafından belirlenmektedir. Modelde, para hem finansal hem de reel aktiflerin bir ikamesidir. Bu nedenle para talebinin faiz esnekliği düşüktür. Yani, para talebi ile para arzı arasında ortaya çıkacak bir dengesizlik, faiz oranı değişimleriyle değil, gelir değişimleriyle giderilebilecektir.¹⁶⁵

Monetaristlere göre, para talebinin reel gelirin bir fonksiyonu olması ve istikrarlı bir özellik göstermesi, paranın dolanım hızının da para talebi ile uygun

* Stagflasyon, yüksek oranlı enflasyon ile işsizliğin bir arada olduğu istikrarsızlık halidir. Stagflasyon, konjonktürde “durgunluk içerisinde enflasyon” ya da “enflasyon içerisinde durgunluk” durumunu ifade etmektedir

¹⁶⁵ Savaş, 1984, ss. 124-127.

olması ekonomide bütün dikkatlerin para arzı üzerinde toplanmasını gerektirmektedir. Monetarist teoride, para arzı para otoritelerince bağımsız olarak belirlenmekte ve para arzı ile para talebi arasında bir bağlantı kurulmamaktadır. Bu iktisatçılara göre, kamu otoritelerinin para arzını bağımsız olarak artırmaları kısa dönemde piyasaları hem parasal hem de reel olarak etkilemektedir. Ekonomide para arzının artışı, kısa dönemde reel milli geliri artırmakta, fakat, uzun dönemde mutlaka enflasyona neden olmaktadır. Monetarist teori, enflasyonu önemli bir iktisadi sorun olarak görmekte, enflasyonun temel sebebini de izlenen yanlış politikalara dayandırmaktadır. Friedman'ın para politikaları ile ilgili yaptığı açıklamalar şu şekildedir:¹⁶⁶

- Para arzındaki büyüme oranı ile nominal gelirin büyüme oranı arasında çok kesin olmamakla birlikte bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü, para arzındaki artışların geliri etkilemesi zaman almaktadır ve bunun ne kadar süreceği de belli değildir.
- Para arzındaki artış, nominal gelirleri yaklaşık 6 ve 9 ay arasında geçecek bir süre sonunda etkilemektedir.
- Nominal gelirin büyüme oranındaki artışın etkisi ilk olarak üretim üzerinde görülmektedir. Bu daha sonra fiyatlara yansiyacaktır. Para arzındaki artış ile enflasyon arasındaki toplam gecikme 12-18 ay arasındadır.

Monetaristlere göre, ekonomik yaşamı etkilemede en önemli değişken ekonomideki para miktarıdır. Ekonomide yaşanan istikrarsızlığın temel nedeni ise, para arzında ortaya çıkan düzensiz dalgalanmalardır. Monetaristlere göre, devlet para arzını gereğinden fazla artırarak bu istikrarsızlığın baş oyuncusu olmaktadır. Ekonomide istikrarın sağlanabilmesinin en etkili yolu rasyonel bir para politikası izlemektir.

Friedman'a göre, para miktarında ılımlı büyüme öngören bir para politikasının benimsenmesiyle parasal otorite, enflasyon ya da deflasyondan

¹⁶⁶ Coşkun Can Aktan, "Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi", Erişim:29.11.2005, www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/monetarizm/aktan-monetarizm.htm-94k-

kaçınmış olacaktır. Friedman bir başka yazısında para miktarındaki artış oranı ile ekonomik büyüme oranı arasında tutarlı bir ilişki olması gerektiğine dikkat çekmekte ve istikrarlı bir fiyat düzeyi için paranın miktarının, ekonomik büyüme oranına paralel bir şekilde artırılması gerektiğini savunmaktadır. Friedman para arzının kontrolü için en uygun parasal büyüklüğün M2 (halkın elinde bulundurduğu nakit para + vadesiz mevduat + vadeli mevduat) olduğu görüşündedir.¹⁶⁷

Monetaristlere göre, ekonomik dengesizlikleri gidermek için uygulanacak rasyonel bir para politikası maliye politikasına oranla çok daha başarılı sonuçlar vermektedir. Monetaristler, para politikasından kısa dönemde başarılı sonuçlar beklemenin yanlış olduğuna inanmaktadırlar. Önerilen çözüm yolu ise, devletin ani politika değişmelerinden kaçınması gerektiği ve para arzının ekonomik büyüme oranına eşit bir şekilde her yıl devamlı olarak artırılmasıdır.

2.4. Rasyonel Beklentiler Okulunun Para Politikası Yaklaşımları

Keynesyen teoriyi eleştiren ve hatta onun yerine yeni bir makro teori oluşturduklarını ileri süren bir başka grup da “Rasyonel Beklentiler Okulu”dur. Rasyonel Beklentiler Teorisi’nin ve bu teoriye göre oluşturulacak “Rasyonel Beklenti Modeli”nin temeli ilk kez J. Muth tarafından ortaya atılmış, daha sonra Lucas, Sargent ve Wallace tarafından geliştirilmiştir.

Rasyonel Beklentiler Teorisi, esas itibariyle Klasik Teorinin ilkelerinin bütün ekonomik sorunlara ve özellikle makro ekonomi politikasına uygulanmasıdır. Rasyonel Beklentiler Teorisinin taraftarları Klasiklerin “bireyler optimize ederler” ve “piyasalar arz ve talebi dengeler” gibi varsayımlarına katılmakla beraber, “kaynakların tam istihdamda olacağı” varsayımını gerçek dünyayla bağdaşmadığı gerekçesiyle reddetmektedirler.¹⁶⁸

Rasyonel Beklentiler Teorisi’nin iktisat bilimine getirdiği yenilik “beklentiler” konusunda olmuştur. Gerek Keynesyenler ve gerekse Monetaristler,

¹⁶⁷ Aktan, a.g.m.

¹⁶⁸ Savaş, 1984, s.192.

fertlerin genel fiyat seviyesindeki değişmeleri önceden tahmin etmede “uyumcu beklentiler”e sahip olduklarını ifade etmektedirler. Uyumcu beklentilere sahip bireyler, geleceğe ilişkin kararlar alırken geçmişe ait verileri göz önüne almaktadırlar. Örneğin, enflasyon oranı önceki yıl yüzde 20 ise, uyumcu beklentilere sahip bireyler cari yıl enflasyon oranının da yüzde 20 olarak gerçekleşeceğini beklemektedirler.

Rasyonel Beklentiler Teorisi’ne göre ise, bireyler uyumcu değil “rasyonel beklentiler”e sahiptir. Rasyonel Beklentiler Teorisi savunucularına göre, bireyler ekonomik olayları çok yakından izlemekte, ileriye dönük tahminler yapmakta ve bu verilere göre oluşacak beklentilere göre karar almaktadırlar. Bireyler politikaların yarattığı etkilerle ilgili tam bilgiye sahiptir ve sistematik bir hata yapmaları söz konusu değildir. Bu kuram, kişilerin hiç hata yapmayacaklarını değil, aynı tür bir hatayı uzun süre tekrarlamayacakları varsayımı üzerine kuruludur.

Bu yaklaşıma göre, rasyonel beklentilere sahip bireyler, devletin uygulayacağı iktisat politikalarına karşı daha aktif ve etkin bir davranış içerisine girip, çıkarlarını optimize etmeye çalışırlar. Örneğin, bireylerin rasyonel beklentilere sahip olduğu bir ekonomide para arzının artırılması üretimi artırmayacak, fakat enflasyonu yükseltecektir. Çünkü karar birimlerinin para arzının enflasyonu yükselteceği şeklindeki bilgileri onları yaklaşan enflasyona karşı kendi çıkarlarını korumak için gerekli önlemleri almaya itecektir.¹⁶⁹ Yani, rasyonel beklentilere sahip bireyler, politika değişmelerini dikkate almakta ve eğer bir politika değişikliğinin yaratacağı karlı bir durum varsa ona ulaşmaya çalışmaktadırlar.

Rasyonel Beklentiler Teorisi’ne göre para politikası, hem kısa dönemde hem de uzun dönemde etkili değildir. Uygulanacak genişletici bir para politikasının milli geliri ve enflasyonu nasıl etkileyeceği genişletici para politikasının önceden açıklanan bir politika mı yoksa beklenmeyen (şok) bir politika mı olduğuna bağlıdır.

¹⁶⁹ Pekin, a.g.e., s. 247

Hükümetin izlediği genişletici para politikasının önceden açıklanan bir politika olması durumunda, bireyler oluşacak fiyat düzeyi ve enflasyon haddini önceden tahmin edeceklerdir. Bu durumda milli gelir düzeyi etkilenmeyecektir. Politikaların önceden haber verilmeden uygulanması durumunda ise ekonomik büyüklüklerdeki denge bozulacaktır. Bir süre sonra fertler yapılan politika değişikliklerini fark edecek ve kararlarını yeniden düzenleyecektir. Böylece milli gelir eski seviyesine geri dönecektir.¹⁷⁰

Görüldüğü gibi, Rasyonel Beklentiler Teorisi'ne göre, fertlerin yanılmadığı ve rasyonel beklentiler içinde oldukları bir durumda müdahaleci politikalarla beklenen amaçlara ulaşmak mümkün değildir. Bu nedenle, devlet ekonomiye müdahale etmemeli ve ekonomik politika tedbirlerini istikrarlı bir yapıya oturtturarak ekonominin doğal işleyişini bozmamalıdır. Devlet, vergileri azaltmak, kamu harcamalarını yükseltmek, para arzını artırmak veya bütçe açığını değiştirmek ve ekonomik büyümeyi hızlandırmak gibi aktif politikalardan uzak durmalıdır. Aktif politikalar yerine istikrarlı politikalar kullanılmalıdır. Buna göre devlet, genel bir yaklaşımla politika ve düzenlemeleri belirlemeli ve fertler hangi imkanların kendilerine açık olduğunu bilip kararlarının muhtemel sonuçlarını kestirebilmelidirler. Politika değişiklikleri zorunlu olmadıkça yapılmamalı, zorunlu olduğu zamanlarda da oldukça yavaş yapılmalıdır. Politika değişiklikleri keyfi kriterlere göre değil, refah artışı gibi genel hedefler gözetilerek yapılmalıdır.

2.5. Arz Yönlü İktisatçıların Para Politikası Yaklaşımları

Ekonomideki sorunların talep yetersizliğinden kaynaklandığını ve ekonomik dengesizlikleri gidermek için talep yönlü politikaların uygulanması gerektiğini savunan Keynesyen düşüncenin 1970'li yılların dünya ekonomisine getirdiği sorunları çözmeye yetersiz kalması sonucu ortaya atılan yeni teorilerden biri de Arz Yönlü İktisat Teorisi'dir. Arz Yönlü İktisat 1980'li yılların başında Arthur Laffer tarafından ortaya atılmıştır.

¹⁷⁰ Erdal Ünsal, **Makro Ekonomi**, Eda Matbaası, 5.b., Ankara, 2003, ss. 310-312.

Arz yönlü iktisatçılar ekonomik sorunların temel kaynağının arz yetersizliği olduğunu savunmaktadırlar. Bu iktisatçılara göre, ekonomide işsizliği azaltmak ve milli geliri artırmak için daha fazla üretmek yani arzı artırmak gerekmektedir. Bu amaçla kullanılacak en etkin politika aracı ise, vergi oranlarıdır. Amerikalı iktisatçı Arthur Laffer ekonomideki dengesizlikleri gidermenin bir yolu olarak vergi indirimlerini önermekte ve vergi indirimleri ile vergi gelirleri arasındaki ilişkiyi “Laffer Eğrisi” adını verdiği çalışmayla açıklamaktadır.

Arz yönlü iktisatçılara göre, örneğin gelir vergisinde yapılacak bir indirim tasarrufları artıracak ve bunun sonucunda faiz oranları düşecektir. Faizlerin düşmesi ise yatırım mallarına olan talebi artıracaktır. Vergi indirimi nedeniyle emek arzı artacağı için arz yetersizliğinden doğan enflasyon baskısı da azalacaktır. Enflasyonda meydana gelen gerileme, üretimin ve gelirlerin artmasına dolayısıyla da işsizliğin azalmasına neden olacaktır.¹⁷¹

Arz Yönlü İktisat, ekonomik istikrarsızlıkların giderilmesi konusunda para politikasından çok maliye ve vergi politikalarının üretim artışı yönüne ağırlık vermektedir. Fakat onlara göre, uygulanacak politikalar etkin maliye politikası şeklinde olmamalıdır. Arz yönlü iktisatçılar devlet harcamaları, toplam vergi gelirleri ve bütçe açığı gibi değişkenlerin; güvenilir politika değişkenleri olmadıklarını savunmakta, istihdam, üretim ve gelir ile ilgili amaçlara ulaşmak amacıyla vergi indirimlerinin daha başarılı olduğunu kabul etmektedirler.

Arz yönlü iktisatçılara göre, uygulanacak iktisat politikaları kısa dönemde istikrar sağlamak gibi amaçları terk etmelidir. Onun yerine daha anlamlı ve ulaşılması mümkün amaçları benimsemelidir. Çünkü, piyasaya yapılan devlet müdahaleleri, nisbi fiyat yapısını bozmakta, ekonomide kaynak dağılımının etkisizleşmesine yol açmaktadır.

Piyasaya yapılan devlet müdahalelerini gereksiz ve zararlı bulan arz yönlü iktisatçılar, para politikası uygulamaları konusunda da aynı görüşlere sahiptirler.

¹⁷¹ Pekin, a.g.e., s. 252.

Devlet ve hükümetin para üzerindeki kontrollerini bırakmasıyla ekonominin istikrara kavuşacağını belirtmektedirler. Onlara göre, istikrarsızlığın temel nedeni, para arzının gerçek üretim artışından daha fazla oranda artmasıdır. Bu nedenle, sabit bir para arzı rejiminde uygulanacak üretim ve yatırımı teşvik edici vergi indirimlerinin ekonomik istikrarsızlıkları azaltabileceğini savunmaktadırlar.¹⁷²

2.6. Diğer Yaklaşımların Para Politikası Hakkındaki Görüşleri

Para politikasına ilişkin olarak yukarıda özetlemeye çalıştığımız belli başlı düşünce akımlarının yanı sıra, bu konuya ilişkin farklı yaklaşımlar da bulunmaktadır. Çalışmamızın bu bölümünde bu görüşlere kısaca yer verilecektir.

2.6.1. Portföy Dengesi Yaklaşımı

J. Tobin ve W.J. Baumol tarafından geliştirilen portföy dengesi yaklaşımı, esas olarak Keynes'in likidite tercihi teorisinin doğal ve mantıksal bir uzantısıdır. Likidite tercihi teorisinde olduğu gibi, portföy dengesi yaklaşımı da faiz oranları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu yaklaşımda faiz oranları, para talebini açıklayan ve para arzındaki değişimlerden doğrudan doğruya etkilenen değişkenler olarak önem taşımaktadır. Portföy dengesi yaklaşımında, likidite teorisinin tersine, piyasada çok sayıda faiz oranı bulunmakta, bu ise, aktifler arasında tam ve mükemmel bir ikame ilişkisinin bulunmadığını ortaya koymaktadır.

Portföy dengesi yaklaşımı herşeyden önce bir aktif seçimi teorisidir. “Bireyler ve genel olarak toplum para balanslarını farklı aktifler arasında nasıl dağıtmaktadır?” sorusu portföy tercihi teorisinin öncelikle ilgilendiği konudur. Portföy dengesi yaklaşımına göre, toplam aktiflerin bir oranı olarak herhangi bir aktifin talebi kendi faiz oranı ile aynı yönde, ikame edilebilir varlıkların faiz oranı ile ters yönde değişmektedir.

¹⁷² Akdiş, 1996, s. 28.

Portföy dengesi yaklaşımı bireylerin servetlerinin reel mallar, nakit para ve tahvillerden oluştuğunu kabul etmektedir. Teoriye göre; genel olarak, para dahil herhangi bir varlığa olan talep, birden çok faiz oranının (getiri oranının) fonksiyonudur. Bu yaklaşımın bir sonucu olarak, herhangi bir varlığın arzındaki değişiklik, diğer varlığın da getiri oranını etkilemektedir. Herhangi bir varlığın getiri oranındaki değişiklik, tüm varlıkların portföydeki oranının değişmesine neden olmaktadır.

Portföy dengesi yaklaşımının paranın rolü ve ekonomi üzerindeki etkileri konusundaki açıklamaları hem miktar teorisinden hem de likidite tercihi teorisinden farklıdır. Portföy dengesi yaklaşımına göre, para bir ekonomide önemlidir, fakat önemli olan tek aktif değildir. Dolayısıyla para politikası formüle edilirken, sadece para arzındaki değişimin etkilerini değil, diğer aktiflerin arz miktarındaki değişimin etkilerini de dikkate almak gerekmektedir.

Miktar teorisi ya da likidite tercihi teorisinde para arzındaki değişimin ekonomi üzerinde yaratacağı etki net bir şekilde ortaya konulmaktadır. Portföy dengesi yaklaşımında ise, para arzındaki değişimin nasıl ortaya çıktığına bağlı olarak, para miktarındaki değişim ekonomiyi aynı yönde etkileyebileceği gibi, ters yönde de etkileyebilmektedir.¹⁷³

2.6.2. Reel Ankes ve Pigou Etkisi

Reel ankes etkisi ilk kez 1943’de A.C. Pigou tarafından ortaya atılmıştır ve “Pigou etkisi” olarak da bilinmektedir. Bu etki daha sonra 1950 ve 1965 yıllarında D. Patinkin tarafından geliştirilerek, Klasik ve Keynesgil para teorisinde karşılaşılan bir dizi sorunun çözümünde kullanılmıştır.¹⁷⁴ Reel ankes etkisi kişilerin ve firmaların sahip olduğu reel para stoğundaki değişmelerin mal ve hizmet talebi üzerindeki doğrudan etkisi olarak tanımlanmaktadır.

¹⁷³ Öçal ve diğerleri, a.g.e., ss. 577-587.

¹⁷⁴ Parasız, 1998, s. 371.

Klasik sistemin savucularından olan A.C. Pigou, tam istihdamın klasiklerin öngördüğü biçimde sağlanacağını açıklamaya çalışmıştır. Ekonomide ortaya çıkacak bir dengesizlik durumunda, ücretlerin düşmesiyle önemli bir maliyet unsuru azalmış olacağından fiyatlar düşecek, fiyatların düşmesi fertlerin ellerindeki reel ankeslerin değerlerini artıracaktır. Ellerindeki reel servetin değerinin arttığını gören fertler ise tasarruflarını azaltıp, tüketimlerini artıracaktırlar. Böylelikle bozulmuş olan tasarruf-yatırım dengesi tam istihdam seviyesinde yeniden kurulacaktır.¹⁷⁵

Kişiler açısından önemli olan, elinde bulundurduğu likit kıymetlerin (reel ankes) nominal tutarından ziyade temsil ettiği satın alma gücüdür. Para miktarı ya da fiyat düzeyinde değişme olduğunda reel ankesler değişmekte ve elde tutulan reel paranın artışının/azalışının toplam talebi artıracığı/ azaltacağı kabul edilmektedir. Örneğin; fiyatlar iki katına çıktığında bir hane halkının likit kıymetlerinin satın alma gücü yarı yarıya azalacaktır. Ekonomik birimlerin fiyat yükselmelerine tepkisi, reel ankesi korumak için ellerinde eskisinden daha fazla likidite bulundurmaları ve reel mal talebini daraltmaları şeklindedir.

Sonuç itibarıyla reel ankes etkisi, fiyat değişmelerinin kişilerin servetlerinin reel değerlerini de etkilediğini, ankeslerinin reel değerlerini korumak isteyen fertlerin gösterdikleri tepkinin de fiyat değişmelerinin etki şiddetini azalttığını, uygulanacak para politikalarının bu hususu göz önünde bulundurması gerektiğini açıklamaktadır.

2.6.3. Kredi Varlığı Tezi

Kredi varlığı tezi II. Dünya Savaşı sonrası A.B.D ekonomisindeki sorunların çözümü için J.H. Williams ve Robert Roosa tarafından geliştirilmiştir. Kredi varlığı tezi, faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisiyle ilgilenmemekte, onun yerine kredinin varlığından söz etmektedir.

Kredi varlığı tezi savunucuları, para otoritelerinin para arzı gibi stok değişkenler üzerinde etkili olmaya çalışarak para politikasına yön verme çabalarını

¹⁷⁵ Akdiş, 1996, ss. 30-31.

yanlış bulunmaktadır. Onlara göre, para otoriteleri para stoku yerine kredi akımlarıyla ilgilenmelidirler. Çünkü, bir ekonomide asıl önemli olan kredinin bulunabilirliğidir.¹⁷⁶ Tezin bu görüşü savunmasının nedeni, sıkı para politikasının izlendiği dönemlerde bankalar ve finansal araçların, çok yüksek faiz ödemeye razı olsalar bile, marjinal müşterilerine olan kredilerini kısıtıklarının bilinmesidir.

Kredi varlığı tezi, ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde merkez bankasının para arzını etkilemek yerine, faiz oranlarını etkilemesinin daha başarılı sonuçlar verebileceğini, faiz oranlarındaki bir değişme beklentisinin kredi verilebilirliğini değiştirerek ekonomide daraltıcı veya genişletici etkiler meydana getirebileceğini belirtmektedir.

2.6.4. Gurley- Shaw Yaklaşımı ve Finansal Araçlar

1950'lerde J.G. Gurley ve E.S. Shaw'ın eserlerinde yer alan bu yaklaşımda para arzı, para ve para yerine geçen tüm likit varlıkları (nakit, vadesiz mevduat, vadeli mevduat ve menkul değerler) kapsamaktadır. Bu yaklaşımda adı geçen varlıkların ikame dereceleri ölçülmektedir.¹⁷⁷

Teorik olarak finansal araçlar, finansman kapasitesi olan kişi ve kuruluşların likit tasarruflarını ödünç alan ve bunları finansman açığı olan kuruluşlara ödünç veren kuruluşlardır. Bu araçların piyasaya girmesi tasarrufların alternatif fırsatlar arasında daha etkili bir şekilde dağıtılmasını sağlayarak, tasarruf ve yatırım seviyesinin yükselmesine yol açmaktadır. Gurley-Shaw yaklaşımına göre, finansal araçların da sisteme girmeleri ile, halkın elindeki tahvil ve hisse senetleri gibi değerlerin banknot ve mevduata dönüşebileceği ortaya konulmuş ve bu değerlerin de para stokuna dahil edilmesi gerektiği belirtilmiştir. Yani, mali değerler ile nakit ve mevduat arasındaki ikame imkanının sonsuz olduğu kabul edilmiştir.¹⁷⁸

¹⁷⁶ Akdiş, 1996, s. 31-32.

¹⁷⁷ Hüseyin Akgönül, **Türkiye'de Para Arzının Belirlenmesi ve Fiyatlar Genel Düzeyi Arasındaki İlişkiler**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 545, Eskişehir, 1992, s. 29.

¹⁷⁸ Akdiş, 1996, ss. 33-34.

Para arzının geniş bir alanı kapsaması para politikası uygulamalarını zorlaştıracaktır. Çünkü, finansal aracılarda bulunan para benzeri likitler, vadesiz mevduatlar kadar likit oldukları halde merkez bankasının yetki alanı dışında kalmaktadır. Bu ise para politikasının başarılı ve etkin bir şekilde uygulanmasını güçleştirmektedir. O halde sadece para arzı kanalıyla likiditenin kontrolü iyi işlemeyecektir. Çünkü ihtiyaç duyulan likidite, para benzerleri aracılığıyla sağlanacaktır. Dolayısıyla, merkez bankası sadece ticari bankaların kredi hacimlerini kontrol edip, banka dışı finansal araçları kontrol etmez ise uygulanacak para politikası başarısızlıkla sonuçlanacaktır.¹⁷⁹

Bu yaklaşıma göre, yukarıda ortaya çıkan sorun, özellikle anti-enflasyonist bir para politikası uygulanmak istendiğinde daha fazla önem kazanmaktadır. Çünkü, merkez bankasının para arzını kısması ile yükselen faiz oranları, finansal aracılarda fon çekebilmek amacıyla aynı yolu izlemelerine yol açacaktır. Finansal araçlar topladıkları bu fonları geliri yüksek tahvillere yatıracaklardır. Halkın, elindeki fonları finansal araçlara yatırması para talebini düşürecek ve düşük para talebi faiz oranlarının yükselmesini önleyerek daraltıcı para politikasından beklenen sonuçların alınamamasına yol açacaktır. Ayrıca finansal aracılarda yarattıkları para benzeri likiditeler para piyasasını genişletecek ve daraltıcı para politikasının uygulanmasını engelleyecektir.¹⁸⁰

2.6.5. Radcliffe Okulu

1957 yılında İngiltere’de Lord Radcliffe başkanlığında para ve kredi sisteminin çalışmasını incelemek üzere bir komite kurulmuştur. Bu komite 1959 yılında ortak bir rapor sunmuş ve bu raporda paranın tanımlanamaz olduğunu ileri sürmüştür.

Radcliffe Okulu’na göre, para arzı önemli değildir. Çünkü; para arzı ile faiz oranları arasındaki ilişki tesadüfidir. Faiz oranlarının harcama kararları üzerindeki etkisi çok az ve dolaylıdır. Faiz oranlarını asıl etkileyen faktör, likiditedir. Likiditeyi

¹⁷⁹ Parasız, 1998, s. 119.

¹⁸⁰ Akdiş, y.a.g.e., s. 34.

de büyük ölçüde halkın beklentileri etkilemektedir. Ayrıca, para arzı ile harcamalar arasında gerçekte doğrudan bir ilişki yoktur.

Radcliffe Okulu'na göre, parasal bir eylemin ana noktası para arzı değil, faiz düzeyi ve faiz oranlarının yapısıdır. Faiz oranlarının yapısını en fazla etkileyen şey ise borç yönetim politikasıdır. Bu görüşe göre, para ve harcama arasında herhangi bir ilişki söz konusu olmadığı için para arzının kontrol edilmesi, para politikasının uygun politika aracı ve hedefi olamaz. Para politikasının etkinleştirilmesi, ancak ekonomideki toplam likiditenin kontrol edilebilmesi ile mümkün olabilmektedir. Bu da faiz oranlarındaki değişimler yoluyla yakalanabilmektedir. Bu durumda para arzının, para politikası yetkililerince bir politika aracı olarak kullanılması beklenen sonuçları vermemektedir. Ancak, acil durumlarda, enflasyon oranının hızla yükselme tehdidinin olduğu dönemlerde para politikası etkin bir şekilde kullanılmalıdır.

3. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKASI ÜZERİNE ETKİLERİ

Daha önce de ifade edildiği gibi, finansal serbestleşme; yurtiçi ve yurtdışı finansal serbestleşme olmak üzere iki boyutta değerlendirilebilmektedir. Yurtiçi finansal serbestleşmede öncelikle fiyat ve miktar kısıtlamaları kaldırılmakta; yurtdışı finansal serbestleşmede ise, yerleşiklerin döviz cinsinden varlık ile yükümlülük elde etmeleri kolaylaştırılmakta ve sermaye hareketleri serbestleştirilmektedir.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve bunun sonucunda gerek fon arz ve talebinin, gerekse mali piyasa katılımcılarının, herhangi bir coğrafi sınırlamaya tabi olmadan, kendilerine daha uygun olan mekanlarda işlem yapması sonucu finans piyasaları uluslararası bir nitelik kazanmaktadır. Finans piyasalarının uluslararası bir nitelik kazanması, ulus devletin bağımsız politika uygulama yeteneğini azaltmakta ve böylece uygulanan politikaların etkinliği zayıflamaktadır.

1980'li yıllarda birçok ülkede piyasa ekonomisine dayalı ve dışa dönük ekonomi politikaları uygulanmaya başlanmıştır. Bu süreç içinde finans sektörünün

modernizasyonu, finansal yenilikler ve teknolojik gelişmeler hız kazanmıştır. Finans piyasalarının hızla küreselleşmesi ve dolayısıyla dünya ekonomilerinin birbirine karşı artan bağımlılığı para politikalarının uygulanmasını zorlaştırmıştır.¹⁸¹ Finansal serbestleşme süreci ile birlikte paranın tanımı ve parasal ilişkilerin anlamlılığı değişmiş; dolayısıyla parasal bir değişkenin para politikasının temel rehberi olarak kullanılmayacağı, para talebi ve para arzının artan istikrarsızlığının parasal kontrolü zorlaştıracığı sonucu ortaya çıkmıştır.

Özellikle 1970'li yılların sonlarında, dünya finans piyasalarında yaşanan finansal serbestleşme süreci para politikası uygulamalarını birçok yönden etkilemiştir. Bu süreçte para politikası stratejileri ve bu stratejiler çerçevesinde belirlenen para politikası araçları çeşitlenmiştir. Ayrıca para otoritelerinin para politikasının amacı olarak gördükleri değişkenler zamana ve ekonomik konjunktüre bağlı olarak farklılık göstermiştir.

Bu çerçevede, çalışmamızın bu bölümünde, finansal serbestleşmenin para politikasının amaç, araç ve strateji tercihleri üzerindeki etkileri değerlendirilmeye çalışılacaktır.

3.1. Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Amaç Tercihleri Üzerindeki Etkileri

Dünya genelinde yaşanan ekonomik gelişmelere bağlı olarak siyasi otoritelerin para politikası amaç tercihleri zamanla farklılık göstermiştir. Finansal serbestleşme uygulamaları sonucu oluşan makro ekonomik ortam, fiyat istikrarını para politikasının birincil hedefi haline getirmiştir.

Günümüzde para politikalarının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak ve korumak olduğu kabul edilmekle birlikte, özellikle para sistemlerinin değişmesi ve tarih içerisinde yaşanan ekonomik sorunlarla birlikte para politikasının amaçları da değişmiştir. Ulusal paranın değerinin kıymetli bir madene bağlandığı dönemlerde,

¹⁸¹ Günal, a.g.e., s. 46.

para politikasının fiyat istikrarını sağlama gibi bir amacı ön planda değilken, kağıt para sistemiyle birlikte bu amacın önemi ortaya çıkmıştır.¹⁸²

I. Dünya Savaşı sonrası dönemde yaşanan Dünya Ekonomik Buhranı ile birlikte merkez bankaları paranın dış değerini koruma amacından vazgeçmişler, ekonomideki kırılmalık ve deflasyon nedeniyle, asıl olarak faiz oranlarının düşük tutulması politikalarına yönelmişlerdir. Ayrıca, 1929 Dünya Ekonomik Buhranı sonucu yaşanan işsizlik sorunu tam istihdamı sağlama amacını da bir para politikası amacı haline getirmiştir. II. Dünya Savaşı'nın ardından Keynesyen politikalar, diğer bir deyişle talep yönetimi politikaları ön plana çıkmış, para politikası da talep yönetiminin bir parçası olarak görülmüştür. Savaş sonrası dönemin en önemli özelliklerinden biri de, merkez bankalarına, paranın değerini koruma görevinin yanına tam istihdamın ve büyümenin sağlanması gibi yeni görevler eklenmesi olmuştur.

1970'li yılların başında uygulanan Keynesyen politikalarla uyumlu para politikalarının enflasyonu ve durgunluğu önlemedeki başarısızlığı üzerine Parasalcı (Monetarist) düşünce ön plana çıkmıştır. Bu dönem, merkez bankalarının görev tanımlamalarında da değişikliklere yol açmıştır. Parasalcı görüşe paralel olarak, merkez bankalarının temel ekonomik hedeflere en büyük katkıyı ancak fiyat istikrarını sağlayarak yapabileceği görüşü ağır basmış, merkez bankaları II. Dünya Savaşı sonrasında ekonomik büyümeyi ve tam istihdamı amaç fonksiyonlarından çıkartmaya ve fiyat istikrarına odaklanmaya başlamışlardır.¹⁸³ Ekonomi literatüründe para politikasının öncelikli amacının fiyat istikrarı olarak kabul edilmesi bir takım gelişmeler sonucunda gerçekleşmiştir. Mishkin ve Posen (1997) bu gelişmeleri; para politikasının uzun ve değişken zaman gecikmelerine sahip olması, enflasyon ve işsizlik arasındaki değiş-tokuşun uzun dönemde kaybolması, zaman tutarsızlığı probleminin ortaya çıkması ve enflasyon maliyetleri olarak ifade etmişlerdir.¹⁸⁴

¹⁸² Dilek Dileyici, "Parasal İstikrar Amacını Sağlamada Para Politikalarının Kullanımı", **Kamu Tercih ve Anayasal İktisat Dergisi**, Sayı: 2, Yıl: 1, 2001, s. 38.

¹⁸³ Önder, a.g.t., ss. 20-21.

¹⁸⁴ Bayram Çolakoğlu, "T.C. Merkez Bankası Para Politikasının Güvenirliği", **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Ekim 2003, ss. 63-72.

Son dönemlerde enflasyon ve büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların büyük çoğunluğu enflasyonun ve yüksek enflasyonun yol açtığı enflasyon belirsizliğinin, uzun dönemli sürdürülebilir ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği yönünde güçlü ampirik bulgulara ulaşmıştır. Yüksek enflasyon oranlarının yatırım, tasarruf ve üretim kararlarını olumsuz yönde etkilemesi sonucunda fiyat istikrarı temel amaç haline gelmiştir. Fiyat istikrarını para politikasının öncelikli amacı haline getiren diğer bir faktör ise; düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarının kısa vadede olmasa da uzun vadede diğer temel hedefler için bir ön koşul olduğu düşüncesidir.¹⁸⁵

Bunun yanı sıra, küreselleşme, finansal liberalizasyon ve teknolojik gelişmelere paralel olarak yaşanan finansal krizler nedeniyle, fiyat istikrarı hedefinin gerçekleştirilmesi doğrultusunda “finansal istikrar” konusu merkez bankalarının politika gündemlerinde en üst sırada yerini almaya başlamıştır.

Daha önceki bölümde de para politikası amaçlarından biri olarak sayılan finansal istikrar, finansal piyasalarda, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlarda ve ödeme sistemlerindeki istikrarı ve şoklara karşı dayanıklılığı ifade etmektedir. Finansal sistemde meydana gelebilecek herhangi bir istikrarsızlık ekonominin genelini hızlı bir şekilde etkileyebilmekte, ekonominin genelinde meydana gelen olumsuzlukların da finansal sistem üzerinde etkileri olabilmektedir. Bu nedenle son dönemde merkez bankalarının finansal istikrarı sağlaması ve koruması hedefi ön plana çıkmaktadır.¹⁸⁶

Sonuç olarak; finansal serbestleşme süreci sonrasında finansal piyasaların artan kırılganlığı sonucu, merkez bankalarının kısa dönemde finansal istikrar amacını, orta ve uzun vadede ise fiyat istikrarını sağlamayı hedefledikleri söylenebilmektedir. Ayrıca, para politikası amaçları içinde finansal istikrar ile fiyat istikrarının ön plana çıkmasının küresel sermaye hareketleri ve dolayısıyla küresel

¹⁸⁵ **Active Academy Araştırma Merkezi**, “Sürdürülebilir Büyüme İçin Etkin ve Yetkin Bir Para Politikası Şart”, Activeline Gazetesi, No: 51, 2004, Erişim:25.02.2006, www.makalem.com

¹⁸⁶ Melih Peker, “TCMB’nin Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü”, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2002, ss. 3-4.

spekülatörler için riskleri azaltma amacına yönelik olduğunu da söylemek mümkündür.

3.2. Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Araç Tercihleri Üzerindeki Etkileri

1970’li yıllarda başlayan finansal serbestleşme hareketleri ile birlikte merkez bankalarının para politikası çerçevesinde kullandıkları araçlar değişiklik göstermiş, doğrudan para politikası araçları yerine piyasa bazlı araçlar olarak da adlandırılan dolaylı para politikası araçları daha yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Merkez bankalarının tarihsel gelişim süreci incelendiğinde; Altın Standardı olarak adlandırılan dönemde para politikası araçlarının aktif olarak kullanılmaya başlandığı görülmektedir. Bu dönemde paranın iç ve dış değerini korumayı temel amaç olarak belirleyen merkez bankaları bu amaca ulaşmak için para politikası aracı olarak faiz oranı kontrolünü seçmişlerdir. 1914-1945 yılları arasında yaşanan I. ve II. Dünya Savaşları ile 1929 Dünya Ekonomik Buhranı merkez bankacılığını derinden etkilemiştir. II. Dünya Savaşı boyunca para politikası; kredi kontrolleri, devlet iç borçlanma senedi bulundurma zorunlulukları ve zorunlu karşılık oranları gibi doğrudan para politikası araçları ile yürütülmüştür. Bu dönemde hükümetlerin merkez bankaları üzerindeki kontrolleri iyice artmıştır.

Dolaylı para politikası araçları, Bretton-Woods sisteminin yıkılışı, dalgalı kur rejimine geçiş, doğrudan araçların giderek etkisizleşmesi ve uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların azaltılmasıyla birlikte para politikasının yürütülmesinde öncelik kazanmıştır. Teknolojik gelişmelerin bilgi ve işlem maliyetlerini düşürmesiyle yaşanan finansal yenilikler ve liberalizasyon politikaları bu araçların kullanımını daha da yaygınlaştırmıştır.

1980’ler ve 1990’larda ise piyasanın kendi dinamikleri içinde çalışmasını bozan birçok araç kaldırılmış ya da kullanımı sınırlandırılmıştır. Merkez bankaları para politikası uygulamalarında, genelde, 1985’lere kadar doğrudan düzenleyici

güçlerini kullanmaya devam etmişler; sonraki yıllarda ise dolaylı olarak merkez bankası parasını ihraç eden kurum sıfatıyla piyasa koşullarını etkilemişlerdir. 1980 sonrası uygulamalarda, gelişmiş ülkelerde piyasa mekanizmasını ön plana çıkaran dolaylı para politikası araçlarından açık piyasa işlemleri (APİ) ağırlıklı bir araç olarak kullanılırken; gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların gerekli olgunluğa erişememesi nedeniyle daha çok dolaysız para politikası araçları ile dolaylı para politikası araçlarından zorunlu karşılıklar ve reeskont oranları kullanılmıştır.

1970'lere kadar en sık kullanılan dolaysız para politikası araçları; faiz oranı kontrolleri ve kredi tavanı kontrolleri olmuştur. Örneğin; ABD'de bankaların daha düşük maliyetle kaynak sağlaması ve özellikle gayrimenkul ipoteklerinin faiz oranlarının düşürülmesi amacıyla Q düzenlemeleri uygulanmıştır.¹⁸⁷

İngiltere'de ise miktar kısıtlamaları 1979 yılına kadar yoğun bir şekilde kullanılmıştır. Japonya, Almanya ve İsviçre Merkez Bankaları'nın da içinde bulunduğu bazı merkez bankaları, politikalarını faiz oranları üzerine oturturken, bankaların rezerv taleplerini piyasa faiz oranlarından daha düşük faiz oranlarıyla verilen kredilerle karşılamışlardır.

1970'li yıllarda yaşanan petrol şokları enflasyonu artırmış ve merkez bankalarının faiz oranlarını enflasyona göre ayarlamakta geç kalmaları faiz oranlarının esnekliği üzerinde tartışmalara yol açmıştır. Yükselen enflasyon oranları, faiz oranlarının piyasa koşullarında belirlenmesinin önemini artırmış, finansal piyasaların liberalleşmesine yardımcı olmuştur. Finansal serbestleşme politikaları ile birlikte dolaylı para politikası araçlarının para politikası yönetiminde ağırlığı giderek artmıştır. Böylece, faiz oranları ve döviz kurları gibi temel fiyat göstergeleri, para politikası içinde çok daha önemli bir hale gelmiştir.

Doğrudan para politikası araçlarından dolaylı para politikası araçlarına geçiş sırasında incelenen ülke örnekleri, bu geçişin genelde üç aşamadan oluştuğunu

¹⁸⁷Anthony M. Santomero, "Bankacılık Düzenlemeleri Banka Müşterilerine Nasıl Yansır?", **Bankacılar Dergisi**, Sayı: 43, 2002, ss. 101-109.

göstermektedir.¹⁸⁸ Birinci aşamada; banka kredileri üzerindeki doğrudan kontrollerin kalkmasıyla birlikte likidite kontrolünde geçici kısıtlamalar olarak, yüksek zorunlu karşılık oranları uygulanabilmektedir. Örneğin, Brezilya Merkez Bankası, Real İstikrar Planı'nı uyguladığı sürece, yüksek zorunlu karşılıklar getirerek kredi hacmini kısıtlamaya çalışmıştır.

Finansal piyasaların gelişmesi ile birlikte sermaye hareketleri kolaylaşmış, finansal araçlar çeşitlenmiş ve zorunlu karşılıklara tabi olmayan mevduata alternatif araçlar ortaya çıkmıştır. Bütün bu gelişmeler sonucunda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin birçoğu bankaların üzerindeki yükü hafiflemek amacıyla zorunlu karşılık oranlarını düşürmüşlerdir.

Bu dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kullanılan dolaylı araçlardan biri de reeskont kredileridir. Ekonomik büyümenin önemli bir amaç olduğu dönemlerde sıkça kullanılan bu politika aracı; bankaların rezerv ihtiyacını karşılamak ve seçilmiş bazı sektörleri desteklemek amacıyla kullanılmıştır. Fakat, piyasaların gelişmesi sonucu açık piyasa işlemlerinin etkinleşmesi ve modern bankacılık anlayışı nedeniyle çok aktif olarak kullanılan bir araç değildir.

Doğrudan para politikası araçlarından dolaylı para politikası araçlarına geçiş sırasında, ikinci aşamada DİBS (Devlet İç Borçlanma Senedi) ve merkez bankası kağıtları açık piyasa işlemleri ile satılmaya başlanmakta ve zorunlu karşılık oranlarında indirimler yapılmaktadır. Bu dönemde açık piyasa işlemlerinin parasal kontrolün etkin bir aracı olabilmesi için bankaların reeskont kredisi imkanı kısıtlanmalıdır. Açık piyasa işlemlerinin genelde ikincil piyasa işlemleri olması nedeniyle, bu işlemlerin etkin bir şekilde uygulanabilmesi için gelişmiş ve geniş kapsamlı bir para ve menkul kıymetler piyasasına ihtiyaç duyulmaktadır. Açık piyasa işlemleri 1980'lerden başlayarak gelişmekte olan ülkelerde aktif olarak uygulanmaya başlanmıştır.

¹⁸⁸ Önder, a.g.t, ss. 57-58.

Doğrudan para politikası araçlarından dolayı para politikası araçlarına geçişte son aşamada otoriteler genellikle ikincil piyasa işlemlerinin gelişimini sürdürmek için piyasaya reformlarla baskı yapmaktadır. Birincil piyasada yapılan açık piyasa işlemleri aktif ikincil piyasaların evrimi için bir başlangıç oluşturmaktadır. İkincil piyasa işlemleri ABD, İngiltere, Kanada gibi likit ve derin mali piyasalara sahip olan pek çok ülke tarafından kullanılmaktadır. Ekonomiler büyüdükçe ve piyasalar olgunlaştıkça birçok ülke para politikasının yürütülmesinde ikincil piyasada oldukça esnek olan açık piyasa işlemlerini, özellikle repo-ters repo ve interbank piyasası işlemlerini kullanmaya başlamaktadırlar. Repo ve ters repo işlemleri, doğrudan alım ve doğrudan satım işlemleriyle kıyaslandığında, özellikle sermaye girişlerinin veya çıkışlarının olduğu dönemlerde piyasadaki likiditeyi dengelemek (düzenlemek) amacıyla daha sık kullanılmaktadır.

Doğrudan para politikası araçlarından dolayı para politikası araçlarına geçen ülkeler arasında ilk sırada Kanada ve ABD gibi gelişmiş ülkeler yer almaktadır. Fransa ve İngiltere gibi Batı Avrupa ülkelerinde dolaylı para politikası araçlarına geçiş süreci daha gecikmeli ve kademeli olarak gerçekleşmiştir. Belçika, Danimarka, İtalya, Hollanda, İspanya, Finlandiya, Norveç ve İsveç gibi Avrupa ülkeleri ise 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında dolaylı para politikası araçlarını kullanmaya başlamışlardır.

Finansal serbestleşme politikaları uygulayan birçok ülkede dolaylı para politikasına geçiş sırasında parasal tabanı kontrol etme konusunda sorunlar yaşanmıştır. Endonezya'da kredi kontrolleri kaldırıldıktan sonra yerine acil olarak bir araç koyulamadığı için parasal kontrol kaybedilmiştir. Kore 1980'lerin sonlarında yeni kredi tavanları koymak zorunda kalmıştır. Bununla birlikte, bu ülkelerin birçoğunda açık piyasa işlemleri geliştikçe parasal disiplin yeniden kurulmuştur.¹⁸⁹

Kısacası, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede finansal serbestleşme hareketlerinin hız kazanması ve finansal piyasaların gelişimine paralel olarak, piyasa bazlı dolaylı para politikası araçlarının kullanımı artmıştır. 1980 öncesi reeskont

¹⁸⁹ Williamson, Mahar, a.g.e., ss. 105-106.

oranları ve zorunlu karşılıklar gibi dolaylı araçlarla faiz ve kredi kontrolleri gibi dolaysız araçların kullanımı yaygın iken, 1980 sonrasında, özellikle gelişmiş ülkelerde, açık piyasa işlemleri artış göstermiştir.

3.3. Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Strateji Tercihleri Üzerindeki Etkileri

1970’li yıllarda yaşanan krizler ve enflasyon oranlarının hızlı yükselişi ile birlikte para politikası amaçlarının öncelik sıralaması değişmiş, fiyat istikrarı amacı ön plana çıkmıştır. Bu çerçevede enflasyonu düşürme amacına yönelik olarak alternatif para politikası stratejileri (döviz kuru hedefleme stratejisi, parasal hedefleme stratejisi ve enflasyon hedeflemesi stratejisi v.b.) gündeme gelmiştir. Finansal serbestleşme uygulamaları sonrası yaşanan bir takım gelişmeler fiyat istikrarına ulaşma açısından döviz kuru ve parasal hedefleme stratejilerinin yetersiz olduğu sonucunu ortaya çıkarmış, bu amaca ulaşabilecek en etkili yöntem olarak enflasyon hedeflemesi stratejisini gündeme getirmiştir. 1990’li yıllarda özellikle gelişmiş ülkeler tarafından uygulamaya konulan enflasyon hedeflemesi stratejisi enflasyonu düşürmekte ve fiyat istikrarını sağlamakta etkili olmuştur.

Bretton-Woods sisteminin çöküşü (1971) ile tüm dünyada sabit kur rejimleri yavaş yavaş terk edilmeye başlanmış ve sermaye hareketleri üzerindeki kontroller büyük ölçüde kaldırılmıştır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu ekonomilerde, döviz kurunun ve parasal büyüklüklerin aynı anda kontrol edilmesinin mümkün olamaması nedeniyle bu dönemde politika uygulayıcıları ya döviz kuru politikalarını devre dışı bırakmış, ya da döviz kurlarını kontrol altına alarak bağımsız bir para politikası uygulamaktan vazgeçmişlerdir.

Uzunca bir tarihi geçmişe sahip olan döviz kuru hedefleme stratejisi, 1970’li yıllarda sermaye hareketlerinin hız kazanması ile birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke tarafından uygulanmıştır. Fransa ve İngiltere gibi gelişmiş ülkeler ulusal paralarının değerlerini Alman Markına endeksleyerek, döviz kuru hedeflemesinde başarılı olmuşlardır. Uygulama sonucu Fransa’da enflasyon oranı yüzde 3’ten

Fransız otoriteleri tarafından kabul edilebilir bir rakam olan yüzde 2'ye, İngiltere'de ise yüzde 10'dan yüzde 3 düzeyine gerilemiştir.

Bu strateji, 1985'te İsrail'de, 1990'da Polonya'da, 1994-1995 yıllarında Brezilya'da uygulanmış ve başarılı sonuçlar vermiştir. Gelişmekte olan ülkelerde sıkça uygulanan döviz kuru hedeflemesi stratejisi; uygulamanın ilk dönemlerinde genellikle başarılı olmuş, bazı ülkelerde ise krizle sonuçlanmıştır.

Arjantin parasını dolara sabitleyerek 1990 yılında yüzde 100'lere ulaşan enflasyon oranını 1994'e gelindiğinde yüzde 4 seviyelerine indirmeyi başarmıştır. Fakat 1990'ların sonunda sabit kur rejimini terk etmeyen Arjantin'de ekonomik büyüme durmuş, cari işlemler açığı hızla büyümeye başlamış ve 2001 yılında ekonomik kriz ortaya çıkmıştır.¹⁹⁰

Daha önce de ifade edildiği gibi, döviz kuru stratejisinin en büyük dezavantajı; bağımsız para politikası uygulama olanağını ortadan kaldırmasıdır. Sermaye piyasası dışı açık ülkelerde faiz oranları ilgili yabancı ülkedeki faiz oranı ile yakından ilişkili hale gelmekte ve para yaratım süreci de yine ilgili ülkedeki para arzına bağlı olmakta, merkez bankası yurtiçi para arzını kontrol edememektedir. 1990'lı yılların başlarında Almanya'da yaşanan faiz oranları yükselişi, parasını Alman Markına endeksleyen ülkeleri etkilemiş ve bu ülkelerde de faiz oranları yükselmiştir. Bu gelişmeler sonucunda Fransa dışındaki ülkeler paralarının değer kaybına uğramasına müsaade etmişlerdir. Ayrıca döviz kuru hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde yaşanan spekülasyon atakları finansal sistemi daha derinden etkilemiş, geniş çaplı finansal krizler yaşanmıştır.

Daha önceki bölümde de belirtildiği gibi, finansal serbestleşme politikaları sonucu sermaye hareketleri üzerindeki engeller ortadan kaldırılmış ve sermaye hareketleri hız kazanmıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde dış tasarrufların çekilebilmesi amacıyla reel faizler yükseltilmiştir. Böylece temel işlevi yatırım düzeyini ayarlama ve sektörel dağılımını düzenleme olan faiz oranları cari işlemler

¹⁹⁰ Bülent Usta, Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği, (TCMB Uzmanlık Tezi), Ankara, 2003, s. 12.

açıklarını kapatmak amacıyla kullanılmaya başlanmıştır. Bu koşullarda finansal serbestleşme sonucu faiz ve kur politikaları geleneksel işlevlerini yitirmiş ve sermaye hareketlerine bağımlı hale gelmiştir. Sonuç olarak, döviz kuru hedefleme stratejileri enflasyonu düşürme ve fiyat istikrarını sağlama açısından uzun dönemde etkili olamamıştır.

Enflasyonun kontrol edilmesine yönelik olarak kullanılan bir diğer para politikası stratejisi parasal hedeflemedir. Parasal hedefleme stratejisi Bretton-Woods sisteminin çökmesi ve sabit döviz kuru rejiminin gözden düşmesi ile birlikte ön plana çıkmıştır. Bu strateji Almanya'da başarı ile uygulanmış, geçici dalgalanmalara rağmen 1995 yılına kadar enflasyon oranı yüzde 2'ye ulaşmıştır. Diğer taraftan ABD, Kanada ve İngiltere'de uygulamada birtakım sorunlar yaşanmış ve beklenen sonuçlara ulaşamamıştır. Ekonometrik çalışmalara esas teşkil eden para tanımlarının geçerli olduğu ülkelerde (örneğin; İngiltere'de M0 ve M4, ABD'de M2, Almanya'da M3) parasal hedeflerin tutturulmasının zor olduğunu bilen yetkililer, enflasyonist baskı ile ilgili olarak, döviz kurları, ücretlerdeki artış, hisse senedi fiyatları, perakende fiyatlar gibi diğer bazı göstergelere daha çok önem vermişlerdir.¹⁹¹

Finansal liberalleşme sürecinin hız kazanmasıyla birlikte yabancı sermaye giriş-çıkışının serbestleşmesi, yeni finansal araçların türetilmesi ve yaygınlaşması gibi gelişmeler, parasal büyüklüklerle fiyat istikrarı arasındaki ilişkinin özellikle son yirmi yıllık dönemde zayıflamasına neden olmuştur. Finansal sistemdeki yapısal değişiklikler paranın tanımı, para arzı süreci ve para talebi fonksiyonunu etkilemiş, dolayısıyla parasal bir değişkenin, para politikasının temel rehberi olarak kullanılamayacağı sonucu ortaya çıkmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde para talebindeki istikrarsızlığın daha belirgin olması, bu ülkelerde parasal hedeflerle enflasyon arasındaki ilişkinin tutarsızlığını artırırken, hedeften sapmaların da belirginleşmesine yol açmıştır. Para talebi ve para arzının artan istikrarsızlığı parasal kontrolü zorlaştırmıştır.

¹⁹¹ Günal, a.g.e., ss. 46-51.

Parasal hedeflemenin başarıya ulaşabilmesi için ilk koşul; amaç değişken ile hedeflenen parasal büyüklük arasında güçlü ve güvenilir bir ilişkinin bulunması gerekliliğidir. Bu anlamda paranın dolanım hızı istikrarsız ise, parasal büyüklük ile amaç değişken arasındaki ilişki zayıf olacak; parasal hedefleme amacına ulaşmayacaktır. 1980'li yıllarda ortaya çıkan yeni finansal araçlar, otomatik para çekme makinaları ve kredi kartları gibi yeni ürünler paranın dolanım hızını geçmiş dönemlere göre büyük oranda artırmış ve para talebinin istikrarsızlığına neden olmuştur.¹⁹² Ayrıca, yeni finansal araçların kullanımının yaygınlaşması ile birlikte iktisadi birimlerin nakit taleplerinde ortaya çıkan azalmalar parasal aktarım mekanizmasının kredi kanalının işleyişini aksatmıştır.¹⁹³

Parasal hedeflemenin başarılı olması için ikinci koşul; hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankasının tam kontrolü altında olması gerekliliğidir. Son yıllarda finansal alanda meydana gelen gelişmeler hangi finansal aktifin para tanımına dahil edileceği konusunda sorun yaratmış ve para arzı tanımları değişmiştir. Para arzlarının alt kalemlerinin likiditelerine göre sınıflandırılması geçmişe göre çok daha zor hale gelmiştir. İkincil piyasaların ortaya çıkması ve hızla gelişmesi ile vadelerin kısalması likiditeye göre para arzı sınırlarını belirlemede güçlükler yaratmıştır. Ayrıca repo gibi yeni ortaya çıkan yatırım araçlarının da para arzı tanımları içinde yer alma zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Paranın ölçümü konusunda tam bir fikir birliğinin olmaması; ara hedef seçiminde ciddi zorluklara yol açmıştır.

Parasal hedeflemenin bahsedilen sorunlara yol açması, nominal çıpa olarak parasal büyüklüklerin kullanımını son derece sorunlu bir hale getirmiş ve 1970'li yıllarda parasal hedefleri kabul eden birçok ülke 1980'lerde bu hedeflemeden vazgeçmiştir. Para arzının dışsal olduğu varsayımına dayanan bir yaklaşımın sonucu olan parasal hedefleme, teknolojik gelişmeler ve finansal yenilikler sonucunda paranın içselliklerinin ön plana çıkmasıyla önemini yitirmiş, enflasyon hedeflemesi yaklaşımı ön plana çıkmıştır.

¹⁹² Cafer Kaplan, Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No: 9910, 1999, ss. 12-13.

¹⁹³ İbrahim Güran Yumuşak, Cemil Erarslan, "Yeni Ekonominin Para Politikaları Üzerindeki Etkileri", **3. Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi**, Eskişehir, 2004

Bretton-Woods sisteminin çöküşünden sonra, özellikle son on yılda, bir grup ülke tarafından doğrudan enflasyon hedeflemesinin uygulanacağını açıklanması, para politikası alanında en önemli değişikliği meydana getirmiştir. Yeni Zelanda ve Kanada söz konusu enflasyon hedeflemesi politikasını uygularken, bazı gelişmekte olan ülkeler daha gelişmiş ekonomilerde kullanılan enflasyon hedeflemesi politikasının birçok unsurunu içeren eş zamanlı politika stratejilerini uygulamışlardır. Örneğin; Şili Merkez Bankası 1990'da, İsrail Merkez Bankası ise 1991 yılında enflasyon için sayısal hedeflerini belirlemişlerdir. Çek Cumhuriyeti ve Kore 1998, Polonya, Brezilya ve Kolombiya 1999, Güney Afrika ve Tayland 2000 yılında sayısal bir enflasyon hedefi etrafında sabitlenen bir para politikasına yönelmişlerdir.¹⁹⁴

Enflasyonun doğrudan hedeflendiği para politikasının uygulandığı gelişmiş ülkeler arasında Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya ve İspanya bulunmaktadır. Bu ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisi başarıyla uygulanmış; enflasyon hedeflerine belirlenen programdan daha önce ulaşılmıştır. Gelişmekte olan ülkeler ise; enflasyon hedeflemesi stratejisi için gerekli teknik ve kurumsal alt yapıyı kurmakta zorlanmışlardır. Birbirinden farklı finansal gelişme süreçleri yaşayan bu ülkeler için enflasyon hedeflemesi uygulamaları konusunda genel bir değerlendirme yapmak güçleşmiş, söz konusu ülkeler incelendiğinde, enflasyon hedeflemesi konusunda öngörülen koşulları açık bir şekilde yerine getiremedikleri görülmüştür.

Enflasyon hedefleme stratejisinin başarıya ulaşması için; parasal otoritenin para politikası araçlarını seçme inisiyatifine sahip olması, para politikası amacı olarak sadece fiyat istikrarını benimsemesi ve mali piyasaların gelişmiş olması gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan bir ülkede parasal otoriteler bağımsız para politikası izleyebilmekte, kurlar üzerinde etkili olabilmektedir. Bu nedenle sabit kur rejimi altında enflasyon hedeflemesi sisteminin ilerlemesi mümkün değildir.

¹⁹⁴ Zeynep Karaçor, Ahmet Ay, Hakan Acet, Murat Çetinkaya, "Güvenilirlik İhtiyacı ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikaları", **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt: 12, Sayı: 2, 2005, ss. 211-226.

TABLO 1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAYAN BAZI ÜLKELERDE GERÇEKLEŞEN ENFLASYON ORANLARI (%)

Ülke Adı	İlk Hedefleme Tarihi	İlk Hedef (%)	Hedefleme Tarihindeki Oran (%)	12 Ay Sonraki Oran	2003 Yıl Sonu (%)
Gelişmiş Ülkeler					
Avustralya	Nisan 1993	2-3	1,22	1,74	2,4
İngiltere	Ocak 1992	1-4	3,57	1,35	2,6
İsveç	Ocak 1993	2 (+-1)	1,76	1,70	1,4
İsviçre	Ocak 2000	<=2	1,63	0,90	0,6
İzlanda	Mart 1991	2,5 (-1.5+3.5)	4,05	8,72	2,0
Kanada	Şubat 1991	3-5	6,83	1,68	2,7
Norveç	Mart 2001	2,5	3,64	1,10	1,4
Yeni Zelanda	Mart 1990	3-5	7,03	4,52	1,6
Ortalama		2,8	3,72	2,71	1,84
Gelişmekte Olan Ülkeler					
Brezilya	Haziran 1999	8(+2)	3,15	6,51	9,3
Çek Cum.	Ocak 1998	5,5-6,5	9,98	3,5	1,0
Filipinler	Ocak 2002	4,5-5,5	3,8	2,7	3,0
G. Afrika	Şubat 2000	3-6	2,65	7,77	0,3
G.Kore	Ocak 1998	9 (+-1)	6,57	1,46	3,5
İsrail	Ocak 1992	14-15	18,03	10,74	0,7
Kolombiya	Eylül 1999	15	9,22	9,35	6,5
Macaristan	Haziran 2001	7 (+-1)	10,78	4,87	5,7
Meksika	Ocak 1999	<=13	18,61	11,03	4,0
Peru	Ocak 1994	15-20	39,49	13,71	2,5
Polonya	Ekim 1998	<=9,5	10,44	8,82	1,7
Şili	Ocak 1991	15-20	27,31	19,47	1,1
Tayland	Nisan 2000	0-3,5	1,04	2,47	1,8
Ortalama		9,87	12,39	7,88	3,16

Kaynak: Eren Öğretmen, "Enflasyon Hedeflemesi: Uygulama Özellikleri, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2004, s. 19.

Tablo 1’de de görüldüğü gibi, enflasyon hedeflemesi uygulaması birçok ülkede başarı ile sonuçlanmıştır. Tablodan da anlaşılacağı gibi, gelişmiş ülkelerin hepsinde enflasyon hedeflemesi politikasının uygulamaya geçirilmesi öncesinde enflasyon oranı nispeten düşük seviyelerdedir. Dolayısıyla bu ülkelerde enflasyon oranında çok büyük düşüşler hedeflenmediği için programın güvenilirliğinin sağlanması daha kolay olmuştur.

Kısaca özetlemek gerekirse; sermaye hareketlerinin serbest olduğu günümüz dünyasında döviz kurlarını belirli bir düzeyde tutmak ya da kurların seyrini net olarak öngörmek hayli güç olmaya başlamıştır. Bu nedenle 1980’li yıllardan sonra döviz kurunu hedef alan stratejiler terk edilmiş, esnek kur rejimleri tercih edilmeye

başlanmıştır. Ayrıca finansal serbestleşme politikaları sonrası ortaya çıkan yeni finansal araçlar paranın ölçümü konusunda güçlülere yol açmış, para talebi istikrarsız bir görüntü sergilemiş ve dolayısıyla parasal hedefleme stratejisinin etkinliği azalmıştır. Döviz kurlarının esnek bir hal alması, finans piyasalarının gelişmesi ve kullanılan araçların esnekliğinin artması merkez bankalarının bağımsızlığını artırmış, enflasyon hedeflemesi için uygun koşullar sağlanmıştır.

Finansal serbestleşme çabaları para politikası stratejisi olarak enflasyon hedefleme stratejisini ön plana çıkarmıştır. 1990 yılında dünya ülkelerinin yüzde 54'ü kur çıpası, yüzde 32'si parasal hedefleme ve yüzde 14'ü enflasyon hedeflemesi stratejisini tercih ederken; 1999 yılında bu oranlar sırasıyla yüzde 34, yüzde 26 ve yüzde 40 olarak gerçekleşmiştir.¹⁹⁵ Görüldüğü gibi, kur çıpası ve parasal hedefleme stratejisi daha az tercih edilirken, enflasyon hedeflemesine olan ilgi artmıştır.

Genel bir değerlendirme yapıldığında; finansal serbestleşmenin para politikasında; amaçlar arasında fiyat istikrarının, araçlar arasında dolaylı olanlarının, stratejiler arasında enflasyon hedeflemesinin, ön plana çıkmasına neden olduğu söylenebilmektedir. Bu değişikliklerin nedenleri ve sonuçları ise, Türkiye örneğinde, izleyen bölümde ortaya konulmaya çalışılacaktır.

¹⁹⁵ Serap Tepe, Ayşe Özünel, Başak Sağ, Onur Biçer, "Enflasyon Hedeflemesi", Ankara, 2002, Erişim:03.03.2006, <http://politics.ankara.edu.tr/~karatepe/faspa/Enflasyonehedeflemesi.pdf>

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME VE PARA POLİTİKALARI

1. FİNANSAL SERBESTLEŞME UYGULAMALARI

1970'lerin ortalarından itibaren bütün dünyada ülke içi düzenlemeler ile başlayan liberalleşme uygulamaları, 1980'li yıllarda uluslararası boyuta kaymış ve 1990'lı yılların sonlarına doğru genişlik kazanmıştır. Türkiye'de ise bu süreç 1980 dönüşümü ile başlamış ve 1990'lı yıllarda hızlanmıştır.

Çalışmamızın bu bölümünde, ilk olarak, Türkiye'de 1980 öncesi dönemde serbestleşme konusunda yaşanan gelişmeler kısaca ele alınacaktır. Daha sonra Türkiye'de yaşanan serbestleşme süreci, ilk bölümde yapılan ayırımı bağlı olarak, dış ticaretin serbestleşmesi ve finansal serbestleşme şeklinde incelenecektir.

1.1. 1980 ÖNCESİ SERBESTLEŞME ÇABALARI

Türkiye'de uygulanan ekonomi politikaları incelendiğinde; liberalleşmeye yönelik uygulamaların temelini 1980 öncesi dönemde atıldığı görülmektedir. Türkiye, belli dönemlerde, dünyada yaşanan gelişmelere de bağlı olarak, liberal politikalar uygulamış, belli dönemlerde ise dışa kapalı bir tutum izlemiştir.

1923-1929 (1. liberal dönem) ve 1950-1962 (2. liberal dönem) yılları arasında liberalleşmeye yönelik politikalar uygulanmaya konulmuş, fakat, asıl dönüşüm 24 Ocak 1980 Kararları ile yaşanmıştır. Türkiye bu dönemde özellikle dış ticaretin serbestleşmesi yönünde adımlar atmış, 1989 yılında uygulanmaya konulan 32 sayılı karar ile de finansal serbestleşme gerçekleşmiştir.

1.1.1. 1923-1929 Dönemi (I. Liberal Dönem)

Türkiye Cumhuriyeti Osmanlı Devleti'nden dışa açık (liberal) bir ekonomi devralmış ve 1923 yılından itibaren ekonomi politikası tercihini özel girişimciliği esas alan liberalizmden yana yapmıştır. Bu dönemde devlet işletmeciliği ve müdahaleleri asgari düzeyde tutulmuş ve sanayileşmenin piyasa şartlarında gerçekleşmesi ilkesi benimsenmiştir. Bu nedenle Cumhuriyetin kuruluşundan 1929 Dünya Ekonomik Buhranına kadar olan dönem, dışa açık ekonomi politikaları ile ekonominin yeniden yapılandırıldığı bir dönem olarak nitelendirilebilmektedir.

1923-1929 döneminin temel özelliği, dış ticaret politikaları üzerinde Lozan Anlaşması hükümlerinden kaynaklanan sınırlamaların varlığıdır. Lozan Anlaşmasına ek olarak imzalanan Ticaret Sözleşmesi'nde, Türkiye'nin beş yıl süre ile diğer ülkelere karşı uygulayabileceği ekonomi politikaları dondurulmuş, bazı istisnalar haricinde ihracat ve ithalat yasaklarının kaldırılması, yenilerinin konulmaması, gümrük tarifelerinin ise beş yıl boyunca değişmemesine karar verilmiştir. Bu kapsamda 1916 yılının Osmanlı gümrük tarifesi esas alınmış ve yeni Cumhuriyetin gümrük gelirlerini artırmak ve sanayisini dış rekabetten korumak amacıyla kullanabileceği politika araçları elinden alınmıştır. Bu koşullarda 1923-1929 döneminde ithalatın GSYİH'ya ortalama oranı sadece yüzde 14,4, ihracatın oranı ise yüzde 10,6 olarak gerçekleşmiştir.¹⁹⁶ Ayrıca bu dönemde, 1924 yılında çıkarılan bir yasa ile ihracata dönük sanayilerin kullandıkları ithal hammaddeleri gümrük vergisinden muaf tutulmuş, 1924 yılında Türkiye İş Bankası, 1925 yılında Sanayi ve Maadin Bankası kurulmuş, 1929 yılında da etkili bir gümrük korumacılığı başlatılmıştır.

1923 yılında toplanan İzmir İktisat Kongresinde ülkenin ekonomik kalkınmasına katkıda bulunmak ve siyasal otoritesinin zedelenmemesi koşuluyla, yabancı yatırımları uyaran bir politikanın izlenmesi gerekliliği belirtilmiştir. Yani bu dönemde yabancı sermayeye karşı esnek bir tutum izlenmiştir. Teşvik-i Sanayi Kanunundan yabancıların da yararlanmalarına izin verilmiş, sanayi işletmelerinin

¹⁹⁶ Murat Taşkın, "1923-2003 Döneminde Türkiye Cumhuriyeti'nin Dış Ticaret Politikaları", Erişim: 11.04.2006, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/ozelsayiekim/murat.htm>

özelleştirilmesinde yabancılara yüzde 49 oranına kadar katılma hakkı tanınmıştır.¹⁹⁷ Yabancı sermayenin 1920-1930 yılları arasında kurulan 201 Türk anonim şirketinden 66'sında yer aldığı saptanmıştır. Yabancı sermayeli ortaklıkların toplam sermaye (73 milyon) içindeki payı yüzde 43 (31,5 milyon) dolayında gerçekleşmiştir.¹⁹⁸ 1929 Dünya Ekonomik Buhranı yabancı sermaye yatırımlarını olumsuz yönde etkilemiştir. Bu yıllardan sonra Türkiye'den sermaye çıkışı olmuş, Osmanlı borçlarının ödenmesi ve yabancı sermaye yatırımlarının millileştirilmesi sonucu ödenen bedeller yurtdışına transfer olmuştur.

1923-1929 yılları arasında, devlet, özel girişimi teşvik etmek için yoğun çaba harcamış fakat özel sektör istenilen gelişmeyi gösterememiştir. 1924-1929 döneminde GSMH yılda ortalama yüzde 10,9, sınai üretim ise yüzde 8,5 oranında artış göstermiştir. Bu sonuç, üretim kapasitesinde yapılan ilavelerden çok, geçmişte meydana gelen kapasite boşluklarının kullanılmasının sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bütün bu olumsuzluklara rağmen, söz konusu dönem, Türkiye Cumhuriyeti'nin kuruluşunu takip eden yarım yüzyılın en dışa açık dönemi olmuştur.

Tüm dünyayı iktisadi açıdan büyük bir çıkmaza sürükleyen 1929 Dünya Ekonomik Buhranı Türkiye'yi de etkilemiş; devletin ekonomik yapı içerisindeki rolü artmış ve devletçi ekonomi politikaları (1930-1939) uygulanmaya başlanmıştır. 1930 yılında Merkez Bankası kurulmuş ve Türk Parasını Koruma Kanunu TBMM'de kabul edilmiştir. 1931 yılında ise ithalata kota konulması ve ihracatın denetlenmesi hakkında çıkarılan kanunla korumacılığın ilk adımları atılmıştır. 1934-1938 yılları arasında uygulanan Birinci Beş Yıllık Sanayileşme Planı başarılı sonuçlar vermiş, bunun üzerine 1938 yılında İkinci Beş Yıllık Sanayileşme planı hazırlanmıştır. Bu planın uygulanacağı yıllarda II. Dünya Savaşı'nın başlamış olması devletin savaş ekonomisine uygun bazı tedbirler almasına yol açmıştır. 1940 yılında çıkarılan Milli Koruma Kanunu ile devlet ekonomiye doğrudan müdahale etme hakkı kazanmıştır. Savaşın bitmesi ve tüm dünyada liberal politikaların etkin olmaya başlamasıyla

¹⁹⁷ Oktay Yenal, **Cumhuriyet'in İktisat Tarihi**, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası Yayınları, İstanbul, 2001, ss. 75-76.

¹⁹⁸ Yakup Kepenek, Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, 16.b., İstanbul, 2004, s. 41.

birlikte Türkiye’de de bazı değişiklikler meydana gelmiştir. Çok partili sisteme geçişle başlayan liberal akım, 1945-1950 yılları arasında, ekonomide devlet müdahaleciliğinin belirli sınırlar içinde tutulması ve daha liberal bir ekonomi uygulanması yolundaki girişimleri ön plana çıkarmıştır.

1.1.2. 1946-1960 Dönemi (II. Liberal Dönem)

Cumhuriyetin kuruluşundan 1929 yılına kadar olan dönemde uygulanan liberal politikalar 1946 yılından itibaren yeniden gündeme gelmiştir. 1930’lara damgasını vuran korumacı dış ticaret politikaları, 1946 yılında Türk lirasının aşırı değer kaybetmesi ve liberalizasyon listelerinin saptanarak ithalatta kota uygulamasının sınırlandırılması ile terk edilmeye başlanmıştır. Türkiye 1930 öncesinde olduğu gibi, temel tarım ürünleri ve hammadde ihracatçısı, mamul mal ithalatçısı konumuna bürünmüştür. Savaş sonrasında yeterli döviz rezervi bulunan hatta dış ticaret fazlası olan Türkiye, dünya ekonomisindeki serbestleşme doktrininin etkisiyle dış yardım arama çabasına girişmiş ve önce Truman Doktrini, daha sonra da Marshall Planı çerçevesinde dış yardım almıştır.¹⁹⁹

Türkiye ekonomisini dar kalıplardan ve kısır kaynaklardan kurtarmak için 1947 yılında liberal karakterde bir kalkınma planı (1948-1952) hazırlanmıştır. 24 Ocak 1980 İstikrar programını ve onu izleyen uygulamaları birçok bakımından anımsatır nitelikte olan bu plan uygulanamamıştır. Bu planda özel kesime büyük önem verilmiştir. 1950-1953 döneminde gerek tarımda gerekse sanayileşmede önemli gelişmeler sağlanmıştır. 1951 yılında Yabancı Sermaye Kanunu çıkarılmış, fakat, tarımı ve ticareti yabancı sermayeye kapalı tutan ve kar transferini sınırlayan bu kanun yetersiz bulunmuştur. Söz konusu sınırlamalar 1954’te çıkarılan Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu ile kaldırılmıştır. 1950 yılında ithalat yüzde 60 oranında liberalize edilmiş, bu oran daha sonra yüzde 65’e kadar yükseltilmiştir.

¹⁹⁹ Nadir Eroğlu, “Türkiye’de İktisat Politikalarının Gelişimi (1923-2003)”, **80. Yılında Türkiye Cumhuriyeti Sempozyumu**, İstanbul, 2003

1953 yılından sonra Türkiye'yi krize götürecek gelişmeler ortaya çıkmıştır. Ekonomik krizin temel nedeni olan dış ticaret bilançosu açıklarına karşı bir tepki olarak hükümet fiilen 22 Eylül 1952'de, resmen 20 Nisan 1953'te liberalizasyon uygulamalarına son vermiştir.²⁰⁰

II. Dünya Savaşı'ndan sonra uygulanan liberal politikalar 1954-1961 yılları arasında terk edilmiş, ihraç mallarına yönelik talebin düşmesi ve ithalat için kullanılabilir dış kaynakların yetersizliği nedeniyle ithalatta önemli boyutta kısıtlamalar yapılmıştır. 1953 yılında çıkarılan kararnamelerle dış ticaret ve kambiyo rejimlerinde serbestliğin kaldırılması politikası, 1954 yılında dış ticarete getirilen yeni kontrol ve sınırlamalar ile devam ettirilmiştir. 1958'e gelindiğinde ithalattaki büyük düşüş ve dış baskılar neticesinde gerçekleştirilen devalüasyon sonrasında, dış ticaret üzerine konulan sınırlamalar azaltılmış ve dışarıdan sağlanan kaynaklar yoluyla ithalat yeniden artmıştır. 1958 istikrar programı enflasyonu önlemede ve ödemeler dengesi açıklarını gidermede başarılı olamamış ve 1959 yılında ekonomik kriz sürecine girilmiştir.

1960'lı yıllarda dışa açık ekonomi politikaları terk edilerek içe dönük politikalara geri dönmüştür. 1961'de başlayan yeni dönemde; ithal ikameci, korumacı dış ticaret politikaları sürdürülmüş ve iç piyasaya yönelik bir sanayileşme politikası benimsenmiştir. 1980 yılına kadar süren bu dönemde ekonomi politikaları beş yıllık kalkınma planları çerçevesinde uygulanmıştır. Ayrıca, uygulanan kambiyo rejimiyle mal ve hizmet ithalat/ihracat hareketleri denetlenmiş, katlı kur sistemiyle serbest piyasa fiyatlarının etkinliği sınırlandırılmıştır. İthal ikamesi olarak adlandırılan bu dönemde iç piyasaya dönük üretimin ağırlıkta olması nedeniyle ihracat artmamış, böylece dış açıklar büyümüştür. İthal ikameci yatırım politikalarının zaman içinde dışa bağımlılığı azaltması beklenirken, söz konusu dönemde uygulanan politikalar tam aksi bir sonuç doğurmuş, ekonominin dışa bağımlılığı artmıştır. 1970'li yıllarda yaşanan I. ve II. Petrol Krizi Türkiye ekonomisini derinden etkilemiş ve ithal ikameci politikalar yerini dışa açık politikalara bırakmıştır.

²⁰⁰ Kavas, a.g.t., s. 66.

Kısaca özetlemek gerekirse; Türkiye’de 1980 öncesi dönemde liberalizasyona yönelik çeşitli uygulamalar gerçekleştirilmiş, fakat, bu uygulamalar uzun vadeli olarak sürdürülememiştir. Dışa açık politikaların izlendiği 1923-1929 dönemi tüm dünyada yaşanan ekonomik buhran nedeniyle sona ermiş ve ardından korumacı politikalara geçilmiştir. II. Dünya Savaşı sonrası yayılmaya başlayan serbestleşme politikaları ise dış ticaret açıklarının artması sonucu terk edilmiştir. Bu dönemden sonra Türkiye uzunca bir süre dışa kapalı bir strateji izlemiş ve nihayet 1980 yılında alınan kararlarla ekonomik serbestleşme süreci başlamıştır.

1.2. 1980 SONRASI SERBESTLEŞME UYGULAMALARI

Türkiye’de 1980 öncesi uygulanan içe dönük sanayileşme stratejisi, 1980’li yıllardan sonra yerini dışa dönük sanayileşme politikalarına bırakmıştır. “Ekonomik Stabilizasyon Programı” olarak da adlandırılan 24 Ocak Kararları’nın kabul edilmesi ile 1980 öncesi sıkı kambiyo denetimi ve yoğun koruyuculuk duvarları arkasında uygulanan ithal ikamesi politikaları terk edilerek, ihracatın özendirilmesine dayanan bir stratejiye geçilmiştir. Ekonominin yapısal dönüşümünü amaçlayan bu kararlar, ülkeyi etkisi altına alan yoğun döviz darboğazının ve yüksek enflasyon oranlarının yaşandığı bir dönemde uygulanmaya konulmuştur. Bu dönemde Türkiye’nin ihracata yönelik sanayileşmeyi benimseyerek ihracat hacmindeki genişleme ile ülkenin içinde bulunduğu döviz darboğazını aşarak döviz üretebilir hale gelmesi hedeflenmiştir.²⁰¹ 24 Ocak Kararlarının ana çerçevesi kısaca şu şekilde belirlenmiştir:

- Döviz giriş çıkışları önündeki engellerin kaldırılması ve dış ticaretin liberalizasyonu,
- Fiyat ve faiz oranlarının serbest bırakılması,
- Mali piyasalarda çağdaşlaşmanın sağlanması,
- Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi,
- KİT’lerin ekonomiye baskısının azaltılması ve özelleştirme,
- Yapısal değişimin finansmanını sağlayacak kaynakların bulunması,

²⁰¹ Sevgi Okutan, “Uluslararası Finansal Liberalizasyon ve Türkiye’de 1990 Sonrası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomiye Etkisi”, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003), s. 96.

- Serbest piyasa ekonomisi düzeninin gelişmesini sağlamaya dönük biçimde kamu kesiminin (idari yapının) yeniden düzenlenmesi.²⁰²

24 Ocak Kararları ile uygulanmaya başlanan programın ilk aşaması; 1980-83 yılları arasında, tipik bir istikrar programı niteliğinde ve askeri rejim altında uygulanmıştır. İkinci aşamada ekonomiyi ve özelde mal ithalatını serbestleştirme konusu gündeme gelmiş, bu amaca yönelik politikalar 1984 yılından itibaren uygulamaya konulmuştur. Üçüncü aşamada ise, TL'nin konvertibilitesi, mali piyasaların serbestleştirilmesi, özelleştirme ve küreselleşmeyle birlikte serbestleşme süreci tamamlanmıştır.²⁰³

1.2.1. Dış Ticaretin Serbestleştirilmesi Öncelikli Dönem (1980-1989)

Dünyada ve gelişmekte olan birçok ülkede olduğu gibi Türkiye'de de 1960'lı ve 1970'li yıllarda ithal ikameci sanayileşme stratejisi uygulanmıştır. Bu dönemde dış ticaret, miktar kısıtlamaları ve sabit kur rejimi ile sıkı sıkıya korunmuştur. 1974'ten itibaren petrol fiyatlarındaki artışa ve onun harekete geçirdiği ithal malları fiyat artışlarına bağlı olarak ithalat hızla artmış ve cari işlemler bilançosu açıkları kısa sürede birkaç kat yükselmiştir.

Dönemin sonlarına doğru yaşanan ödemeler dengesi krizine çare olması amacıyla ticarete liberalleşme süreci başlatılmıştır. Dış ticaretin serbestleştirilmesi; ihracatı teşvik etmeye yönelik uygulamalar ile ithalatı serbestleştirmeye yönelik uygulamalar şeklinde gerçekleştirilmiştir. 24 Ocak Kararları çerçevesinde ihracata dayalı büyümenin teşvik edilmesi amacıyla çeşitli araçlar geliştirilmiş, ithalatın önündeki engeller kaldırılmıştır. Dış ekonomik ilişkiler alanında yeni bir yapılanmaya geçişe paralel olarak, 1983 yılında Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı kurulmuştur. Bu müsteşarlık 1994 tarihinde biri Hazine Müsteşarlığı, diğeri Dış Ticaret Müsteşarlığı olmak üzere iki ayrı müsteşarlık haline dönüştürülmüştür.

²⁰² T. Güngör Uras, **Ekonomide Özal'lı Yıllar 1980-1990**, Afa Yayıncılık, İstanbul, 1993, s. 24.

²⁰³ Gülten Kazgan, **Tanzimat'tan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, Akdeniz Yayıncılık, 1.b., İstanbul, 1999, s. 146.

Türkiye’de 1980-1989 yılları arasında dış ticaretin serbestleştirilmesine öncelik verilmiş, fakat finansal serbestleşmeye yönelik uygulamalar da ihmal edilmemiştir. Bu nedenle çalışmamızda 1980-1989 dönemi kapsamında hem dış ticaretin serbestleşmesi hem de finansal liberalizasyona ilişkin uygulamalara yer verilecektir.

1.2.1.1. İhracatı Teşvik Etmeye Yönelik Uygulamalar

Türkiye’de 1980 öncesi dönemde ihracatı teşvik etmeye yönelik politikalar, gerçekçi döviz kurları ve destekleyici makro ekonomik önlemlerin olmaması gibi nedenlerle, beklenen sonuçlara ulaşamamıştır. Bu dönemde ihracatın kompozisyonu imalat sanayinin lehine gelişirken, tarım ortalama yüzde 60’lık payıyla ihracattaki ağırlığını korumuştur. 24 Ocak 1980 kararları ihracatı teşvik programlarının gelişmesini ve pekişmesini sağlamış, idari etkinliği artırmış ve yabancı ticaret firmalarını teşvik etmiştir. 1980 sonrası ihracatı teşvik programları şu şekilde sınıflandırılabilir:²⁰⁴

- Türk Lirasının döviz kuru karşısında değer kaybetmesine izin verilmiştir. Bu süreçte öncelikle yüzde 48.6 oranında bir nominal devalüasyon yapılarak TL’nin A.B.D. Doları karşısındaki değeri 47 TL’den 71 TL’ye düşürülmüştür. İhracata dayalı büyüme hedefinin sağlanabilmesi için döviz dolaşımı serbest hale getirilmiş, 1982 yılında da ticari bankaların döviz işlemleri yapmaları ve döviz hesabı açmaları yolunda düzenlemeler yapılmıştır.
- İhracatçılara doğrudan ödeme yapılmıştır. 1980-1984 yılları arasında doğrudan ödemelerin büyük kısmını vergi iadeleri teşkil etmiştir.
- İthal girdilere vergi muafiyeti, vergi, resim ve harç istisnası, kurumlar vergisi indirimleri getirilmiştir.
- İhracatı Teşvik Fonu, Merkez Bankası, Türkiye Kalkınma Bankası ve Türk Eximbank gibi kuruluşlar ihracatçılara tercihli ve sübvansiyonlu ihracat

²⁰⁴ **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası**, Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, TCMB Yayınları, Ankara, 2002, s. 6.

kredileri vermişlerdir. 1980'lerin başlarında ihracatı desteklemek için TCMB kredileri etkin bir şekilde kullanılırken 1984'ten sonra çok düşük seviyelere gerilemiştir. Bu gelişmeye paralel olarak, ticari banka kredilerinin ihracat kredileri içindeki payı artmış ve ticari bankalar ihracat kredisi piyasasının en önemli kreditorleri haline gelmiştir.

1.2.1.2. İthalatı Serbestleştirmeye Yönelik Uygulamalar

1970'lerin sonunda ithalat malları; Kota Listesi (sayısal limitlere tabi olan ithalat), 1 numaralı Liberalizasyon listesi (serbestçe ithal edilebilen malların listesi) ve 2 numaralı Liberalizasyon listesi (ithalatı için izin belgesi gereken malların listesi) şeklinde üç ana gruba ayrılmıştır. Bu listelerden herhangi birine dahil olmayan malların ithal edilmesi yasaklanmıştır. 1980 yılında ilk adım olarak ithalat üzerindeki damga vergisi yüzde 25'ten yüzde 1'e düşürülmüş ve ithalat yönetmeliği basitleştirilmiştir. 1981 yılında Kota listesi yürürlükten kaldırılmış ve 2 numaralı Liberalizasyon listesindeki pek çok kalem daha az kısıtlayıcı olan 1 numaralı Liberalizasyon listesine kaydırılmıştır.

1984 yılı İthalat Rejimi önceki yıllarda uygulanan liberal ithalat politikalarına kıyasla önemli yapısal değişiklikler meydana getirmiştir. 1984 Rejimi ile yürürlüğe konulan ithalat politikası ile sanayinin rekabete açılması, dış ticaretin mümkün olduğu kadar serbestleştirilmesi, fon ödemek suretiyle ithal edilecek madde sayısının artırılması amaçlanmıştır. İthalat politikasının dayandığı bu temel hedeflere ulaşabilmesi için, yasak ve izne tabi maddeler listeleri yayınlanarak bunlar dışında kalan malların ithalatı serbest bırakılmış, diğer bir deyişle, ithal edilebilecek maddeler değil, tersine yasak mallar istisna hale gelmiştir. Silah, cephane ve uyuşturucu maddeleri ithalatı yasak mallar listesine konulmuştur.²⁰⁵

1989'da ithalatta liberalleşme süreci hız kazanmış, izne tabi malların sayısı 33'ten 16'ya düşürülürken ithalata uygulanan tarifeler ve vergiler de önemli ölçüde azaltılmıştır. Sonuç olarak, ekonominin dışa açılması ve ihracatı artırmaya yönelik

²⁰⁵ Dağdelen, a.g.m., s. 40.

bu politikalar başarılı olmuştur. 1980 yılından sonra dış ticarete önemli gelişmeler olmuş, gerek ihracat gerekse ithalat hızla artmıştır. Özellikle dönem başında ihracat, izlenen politikalara bağlı olarak, ithalattan hızlı gelişmiştir.

TABLO 2. DIŞ TİCARET DEĞERLERİ

Yıllar	Dış Ticaret Hacmi (Milyon \$)	Toplam İhracat (Milyon \$)	Toplam İthalat (Milyon \$)	Dış Ticaret Açığı/ GSMH	İhracat/ GSMH	İthalat/ GSMH	İhracatın İthalatı Karşılama Oranı
1950	549	263	286	0,6	7,1	7,7	92,2
1960	788	321	468	1,0	3,5	4,5	68,6
1970	1.536	589	948	2,7	4,3	7,0	62,1
1980	10.820	2.910	7.909	6,6	4,2	11,3	36,8
1983	14.963	5.728	9.235	4,8	9,2	14,8	62,0
1984	17.891	7.134	10.757	4,8	11,7	17,7	66,3
1985	19.301	7.958	11.343	4,4	11,7	16,6	70,2
1986	18.562	7.457	11.105	4,0	9,8	14,5	67,1
1987	24.348	10.190	14.158	3,7	11,6	16,1	72,0
1988	25.997	11.662	14.335	2,0	12,8	15,8	81,4
1989	27.417	12.959	15.792	3,9	10,7	14,5	73,6

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2004)

Tablo 2’de de görüldüğü gibi, ihracat hacmi 1980’de 2.910 milyon ABD doları iken 1989 yılında 12.959 milyon ABD dolarına yükselmiştir. Aynı dönemde ihracatın kompozisyonunda da değişiklikler meydana gelmiş; sanayi ürünlerinin toplam ihracattaki payı yüzde 36’dan yüzde 78’e ulaşmıştır. 1980’lerde ithalat rejiminin kademeli olarak liberalleşmesi sonucunda ithalatta da artış gözlenmiş ve 1980’de 7.909 milyon ABD doları iken 1989 yılında 15.572 milyon ABD dolarına yükselmiştir.

Ekonominin dışa açıklığının bir göstergesi olarak dış ticaretin GSMH’ya oranında belirgin bir artış gözlenmiştir. Dönemin başlarında dış ticaret açıkları düşmeye başlamış, ihracatın ithalatı karşılama oranında önemli artışlar gözlenmiştir. Fakat, dönemin sonlarına doğru ithalatta meydana gelen hızlı yükseliş, dış ticaret

açıklarının artmasına yol açmış ve ihracatın ithalatı karşılama oranı düşmüştür. Dışa açılma politikalarının uygulandığı ilk on yıldaki ihracat artışları, 1980 öncesi dönemden devir alınan sanayi kapasitesini daha etkin kullanmak ve ihracat fiyatlarını düşürmek suretiyle gerçekleşmiştir. İmalat sanayi yatırımlarının yanı sıra üretiminin de hızlı bir artış göstermemesi, iç talebin kısılması ile atıl kalan üretim kapasitesinin dış pazarlara yönlendirildiğini göstermektedir.²⁰⁶

Türkiye’de dış ticaretin serbestleşmesine yönelik gelişmeler 1989 sonrası dönemde de devam etmiştir. 1990’da ithalat rejimi tekrar değişmiş, ithalatta teminat yatırma uygulaması ve izin belgesi alma zorunluluğu tamamen yürürlükten kaldırılmış; “yatırım malları listesi” adlı yeni bir liste oluşturulmuş ve gümrük vergileri ile toplu konut fonu vergileri tek bir listede toplanmıştır. 1991 ve 1992 yıllarında gümrük tarifelerinde yapılan küçük düzenlemelerden sonra Ocak 1993’te yeni bir takım önlemler getirilmiştir.

1990’larda ve 2000’li yıllarda Türkiye’nin dış ticaret politikalarını şekillendiren iki temel bütünleşme, kuşkusuz, Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) üyeliği ve Avrupa Birliği ile imzalanan Gümrük Birliği anlaşması olmuştur. Gümrük Birliği anlaşması gereğince AB’den ithal edilen sanayi ürünleri üzerindeki gümrük vergileri sıfırlanmış, gümrük vergilerine eş etkili vergiler de (damga ve belediye resmi, harçlar ve fonlar vb.) kaldırılmıştır. Ayrıca ithalat yasaklamaları, kota gibi miktar kısıtlamaları ve bunlara eş tedbirlerin (ticari-teknik engelleri, idari engeller, standart engelleri) kaldırılması da bunlara eklenmiştir. Diğer taraftan üçüncü ülkeler için uygulanan vergiler, bazı hassas ürünler dışında, AB’nin belirlediği ortak gümrük tarifesi (OGT) seviyesine çekilmiştir.

1.2.1.3. Diğer Düzenlemeler

Türkiye’de finansal liberalizasyonun ilanına (1989) kadar geçen süreçte, bu karara ön hazırlık niteliğinde kabul edilebilecek bazı adımlar atılmıştır. Bu gelişmeler şu şekildedir:

²⁰⁶ Rüstem Yanar, Finansal Globalleşme ve Ekonomik Krizler: 1990 Sonrası Türkiye Örneği (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Gaziantep Üniversitesi, 2002), s. 120.

- **Faiz Oranları Üzerindeki Devlet Denetiminin Kaldırılması:** Türkiye’de finansal serbestleşme yönünde yaşanan ilk deneyim Temmuz 1980’de mevduat ve kredi faizlerinin serbestleşmesi ile mevduat sertifikalarının çıkarılmasına izin verilmesidir.²⁰⁷ Ancak bu düzenleme 1982 yılında yaşanan finansal kriz nedeniyle uygulamadan kaldırılmış, 1983 yılında Merkez Bankası mevduat faiz oranlarını belirlemeye ve bu oranları düzenli olarak gözden geçirmeye başlamıştır. 1983-1987 döneminde reel faiz oranları Merkez Bankası tarafından belirlenmiş, buna rağmen, genel olarak pozitif reel faizler gerçekleşmiştir. Merkez Bankası 1987 yılında bankalara belli bir üst sınıra kadar faiz oranlarını belirlemeleri için izin vermiş, nihayet 1988 yılında tüm mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır.
- **Finansal Piyasaların Geliştirilmesi ve Kurumsal Düzenlemeler:** 1981 yılında sermaye piyasalarının düzenlenmesi, desteklenmesi ve denetlenmesi amacıyla Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe konulmuş, 1982 yılında ise Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kurulmuştur. 1986 yılında ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ulusal finans piyasalarına yönelik olarak faaliyete başlamıştır. İMKB’nin açılması finansal kurumların ve enstrümanların çeşitlenmesine yol açmıştır. 1985 yılında yeni bir Bankacılık Kanunu çıkarılmıştır. Bankacılık kesiminde kısa vadeli likidite fazla ve açıklarını karşılamak için 1986’da bankalararası para piyasası kurulmuş, 1987’de Merkez Bankası açık piyasa işlemlerine başlamıştır. 1988 yılında Döviz-Efektif Piyasası, 1989 yılında ise Altın Piyasası kurulmuştur.
- **Döviz Kuru Politikasının Değişmesi:** 1980 öncesi dönemde uygulanan sabit kur sistemi 24 Ocak Kararları ile birlikte son bulmuş; 1981 yılına kadar gözetimli esnek kur sistemi uygulanmış, 1981 yılında ise günlük kur uygulamasına geçilmiştir. Döviz kuru rejimi 1984 yılında çıkarılan 30 sayılı kararname ile büyük ölçüde liberalleştirilmiştir. Türkiye’deki yerleşiklerin

²⁰⁷ Sevinç Mihçı, “Finansal Serbestleşme Sonrası Türkiye Ekonomisi”, **Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 18, Sayı: 2, 2000, s. 85.

döviz üzerinden mevduat hesabı açmalarına izin verilmiş, bankalara kur belirleme serbestliği (Merkez Bankası tarafından belirlenen kurun belli bir alt ve üst limiti aralığında) tanınmıştır. 1988 yılından itibaren Merkez Bankası bünyesinde kurulan döviz ve efektif piyasaları ile kontrollü dalgalı kur uygulamasından serbest kur uygulamasına geçilmiştir. 1989 yılında getirilen değişiklik ile kur politikası ihracatın rekabeti yanında, sermaye hareketlerini de belirleyen önemli bir faktör haline gelmiştir. 1989 yılında yürürlüğe giren 32 Sayılı Karar ile Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun (TPKKHK) değiştirilmiştir.

1.2.2. Finansal Serbestleşme Öncelikli Dönem (1989 Sonrası Dönem)

Türkiye’de 1980 yılında başlayan serbestleşme süreci dönemin sonlarına doğru ivmesini kaybetmiş ve 1988 yılına gelindiğinde ekonomi bir çıkmaza girmiştir. 1989 sonrası dönemde dışa açılım öncelikleri reel üretim sektörü yerine, finans ve kambiyo hizmetlerini de kapsayacak politika değişiklikleriyle biçimlenmiştir.

1980 sonrası dönemde başlatılan liberalizasyon odaklı yeni modelin finansal liberalizasyon ayağı, ticaretin liberalizasyonuna koşul olarak 1980-83 dönüşümü ile başlamıştır. Bu dönemde ortaya çıkan Bankerler Krizi ile sekteye uğrayan finansal liberalizasyon politikaları 1989 ve 1990 yılında yürürlüğe konulan uygulamalarla tamamlanmıştır. Çalışmamızın bu bölümünde finansal serbestleşmeye yönelik uygulamalar alt başlıklar halinde incelenecektir.

1.2.2.1. 32 Sayılı Karar ve TL’nin Konvertibilitesi

Türkiye’de 1986 yılından itibaren kamu açıkları hızla artmış, kamu açıkları yurtiçi borçlanmayla finanse edilmeye çalışılmıştır. Bunun yanında, Kamu İktisadi Teşekküllerine (KİT) ve yerel yönetimlere finansal özerk statüler verilmeye başlanmıştır. Bu kurumların da yurtiçi piyasalardan borçlanma gereksinimlerinin artması faiz oranlarının yükselmesine ve özel yatırımların dışlanmasına yol açmıştır. Her iki durumda da gerek artan kamu harcamalarını finanse edebilmek, gerekse özel

yatırımları artırabilmek için ek kaynağa ihtiyaç duyulmuştur. Bu ihtiyaç finansal serbestleşme sonucu ülkeye giren yabancı sermaye ile karşılanmaya çalışılmıştır.

11 Ağustos 1989 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 32 Sayılı Karar, Türkiye’de yaşanan liberalizasyon sürecinde bir dönüm noktası niteliği taşımaktadır.²⁰⁸ 13.8.1989 ve 20251 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan 8932/1 No’lu Türk Parasını Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar’a ilişkin tebliğ ile 22 Mart 1990 tarihinde Türk Lirasının konvertibilitesi ilan edilmiştir. 32 Sayılı Karar’ın getirdiği yenilikler şunlardır:²⁰⁹

- Türkiye’de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiçbir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler.
- Türkiye’de yerleşik kişiler, Türkiye’de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları dövizü ülkeye getirebilirler.
- Yurtdışında yerleşik kişilerin İMKB’de kota edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kota edilmiş menkul kıymetleri, Merkez Bankası tarafından alım-satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvillerini alıp satmaları ve bu kıymetlerin bedellerini yurtdışına transfer etmeleri serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurtdışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir. Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışından menkul kıymet getirmeleri ya da yurtdışına menkul kıymet çıkarmaları serbesttir.
- Yurtdışından döviz kredisi almak serbesttir. Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin Türk Lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin ana para ve faizleri Türk Lirası veya döviz olarak transfer etmeleri serbesttir.

²⁰⁸ Öztürk, a.g.t., s. 202.

²⁰⁹ Yentürk ve diğerleri, a.g.e., s. 192.

- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları, döviz transfer ettirmeleri ve yurtdışına Türk Lirası göndermeleri serbesttir.

1989 yılında çıkarılan 32 Sayılı Kararla TL’nin konvertibilitesi sağlanmıştır. Bu tarihten itibaren Avrupa’nın bir çok ülkesinden daha fazla finansal serbestliğe sahip hale gelen Türkiye, tam açık kambiyo rejimini benimsemiştir. Söz konusu kararla birlikte sermaye hareketleri tamamen serbest hale getirilmiş, bireylerin sahip oldukları tasarrufların mobilitesi artmış ve yatırım tercihleri de iç ve dış piyasalar olmak üzere çeşitlenmiştir.

1.2.2.2. Sermaye Hareketlerindeki Gelişmeler

Türkiye’ye yönelik sermaye akımları 1980’lerin ilk yarısında sınırlı boyutta ve oldukça dalgalı bir seyir izlemiş, 1980’lerin ikinci yarısından itibaren gözle görülür bir şekilde büyümüş, 1990’lı yıllarda yaşanan finansal serbestleşmenin de etkisiyle hızını artırmıştır. Kambiyo rejimi liberalizasyonun nihai bir adımı olan 32 Sayılı Karar sonrası Türkiye’ye yönelik sermaye akımlarının hacminde bir sıçrama olmuş ve sermaye hareketlerinin boyutları, türleri ve vade yapısı değişmiştir. Böylece getirilen serbestlik ile birlikte, yurtiçi ekonomik dengeler uluslararası piyasalardaki hareketlere karşı duyarlı hale gelmiş, yıllık sermaye hareketlerinde dalgalı bir gelişim gözlenmiştir.

Sermaye hareketleri genel olarak pozitif değerler almış; 1991, 1994 ve 2001 yıllarında ise net sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1991 yılında yaşanan sermaye çıkışının nedeni Körfez Savaşı, 1994 ve 2001 yıllarında ise ulusal çapta yaşanan krizler olmuştur. Finansal serbestleşme sonrası doğrudan yatırımlarda çok ciddi bir hareketlilik görülmemiş, doğrudan yatırımların toplam sermaye hareketleri içerisindeki payı sürekli düşmüştür.²¹⁰ Portföy yatırımları ise 1994 krizinin ardından sürekli bir yükselme trendi göstermiş ve 1999 yılında toplam sermaye hareketleri içerisinde en yüksek payı almıştır.

²¹⁰ Öztürk, a.g.t., s. 149.

Doğrudan yatırımların tersine, “sıcak para” olarak da ifade edilen kısa vadeli sermaye hareketleri oldukça hareketli bir seyir izlemiştir. Finansal serbestleşme sonrası kısa vadeli sermaye girişinde önemli bir artış olmuş, fakat, 1991 yılında bu hareket tersine dönmüştür. 1992 yılından itibaren tekrar yükselmeye başlayan sıcak para akımı 1993 yılında en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 1989 sonrası sermaye hareketlerine getirilen serbestlik sonrasında, sermaye akımları, yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda belirlenen faiz oranları arasındaki net farklılığa ve devalüasyon oranına karşı duyarlı hale gelmiştir. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi Merkez Bankası bağımsızlığını kısıtlamış ve mali piyasalarda istikrarsızlığa yol açarak kriz sürecini tetiklemiştir.

1.2.2.3. Finansal Derinleşme Göstergelerindeki Gelişmeler

Türkiye’de finansal serbestleşmenin finans piyasaları üzerindeki etkilerinden biri de finansal gelişmenin hızlanması ve finansal derinleşmenin artmaya başlamasıdır. Finansal derinleşme; bir ülkedeki finansal araçların ve finansal kurumların çeşitliliği, finansal işlemlerin ekonomideki payı, ikincil piyasaların gelişmişliği vb. faktörlerle ölçülebilmektedir.

Türkiye’nin, finansal kurumlar ve finansal araçların çeşitliliği açısından ilerleme kaydettiği, fakat, derinleşmesini tamamlamış finans piyasalarıyla karşılaştırıldığında bu konuda yetersiz kaldığı görülmektedir.²¹¹

Ekonomik veriler 1980 sonrasında Türk mali piyasalarında finansal araçların gerçekten de çeşitlendiğini ve ulusal gelire oranla hacim değerlerinin arttığını yani sistemin derinleştiğini göstermektedir.

Tablo 3’te de görüldüğü gibi, 1980’li yıllarda oldukça düşük oranlarda gerçekleşen menkul kıymetlerin GSMH içindeki payı, 1990 yılında yüzde 6.5’e, 1999 yılında yüzde 39.8’e, 2001 yılında yüzde 122’ye yükselmiştir. Ancak tablodaki

²¹¹ Suna Oksay, “Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı”, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi**, 2000, s. 10.

kalemler incelendiğinde, menkul kıymet toplamı içerisindeki en büyük payı kamu kesimine ait menkul kıymetlerin aldığı görülmektedir.

TABLO 3. İHRAÇ EDİLEN MALİ VARLIKLARIN GSMH İÇİNDEKİ PAYI (%)

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

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2004)

1990'lar boyunca kamu kesimi finansal araçları, toplam menkul kıymet ihracının yüzde 95-97'sini oluşturmuştur. Bunun yanı sıra özel kesimin hisse senedi ihraçları ulusal gelire oranla yüzde 1'i dahi bulmamış ve zaman içinde herhangi bir artış göstermemiştir. Bu durum Türkiye'de yaşanan finansal serbestleşmenin devlet iç borçlanma senetlerine dayalı olduğunu göstermektedir.

Finansal derinleşme olgusuna bankacılık mevduatının bileşimi açısından bakıldığında; Tablo 4'te de görüldüğü gibi, toplam mevduat hacminde bir artış olmuş, fakat bu artış döviz tevdiat hesaplarındaki artıştan kaynaklanmıştır.

Para arzı tanımlarındaki göstergelere bakıldığında ise, M2Y (M2+ yerleşiklerin döviz mevduatları) para arzının sürekli arttığı, bunun yanı sıra sadece ulusal para stokunu gösteren M1 ve M2 hesaplarının düşüş içinde olduğu görülmektedir.

TABLO 4. PARASAL BÜYÜKLÜKLERİN GSMH İÇİNDEKİ PAYI (%)

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
M1	7.9	7.4	7.1	6.5	5.9	4.9	6.0	5.4	4.8	5.5	5.4	6.2	5.8	6.5	6.7	8.5
M2	18.0	18.5	17.3	14.1	16.2	16.0	19.5	19.3	21.3	28.1	24.8	26.2	22.5	23.2	25.3	31.4
M2Y	23.5	26.5	26.6	23.7	30.7	30.7	35.9	36.3	37.8	51.3	44.6	58.0	48.6	42.3	43.0	47.2
Toplam TL Mevduatı	16.6	16.7	15.6	12.6	14.5	14.2	18.7	18.4	20.4	27.7	24.4	25.0	21.1	22.0	25.3	29.8
-Vadesiz Mevduat	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9	0.7	0.9	0.8	0.6	0.8	0.7	0.8	0.8	1.1	1.2	1.7
-Vadeli Mevduat	7.5	8.4	7.5	5.3	7.6	8.1	10.7	10.1	11.4	16.2	13.5	14.4	11.7	11.5	13.3	16.1
Döviz Tevdiat Hesapları	5.5	8.2	9.6	9.9	15.4	16.0	17.5	18.7	17.8	23.5	20.2	31.8	27.2	20.0	18.4	15.7
Toplam Mevduat	22.1	24.9	25.2	22.5	29.9	30.2	36.2	37.1	38.2	31.2	44.6	59.0	40.2	42.1	42.6	45.5

Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2004)

Sonuç olarak, ulusal ekonomide ulusal para biriminin kullanımı giderek gerilemiş, bu durum gittikçe artan bir para ikamesi (dolarizasyon) tehlikesini ortaya çıkarmıştır.²¹²

1.2.2.4. Finansal Serbestleşmenin Makro Ekonomik Sonuçları

Türkiye’de finansal serbestleşme sonrası mali piyasaların gelişiminde görece ilerleme kaydedilmiş, fakat, bu süreç iktisat kuramının öngördüğü tasarruf-yatırım etkinliğinin artmasını ve sabit yatırımlara yönelik kredi havuzunun genişlemesini sağlayamamıştır. Uygulanan politikalarla faiz oranları önemli ölçüde yükselmiş, fakat, bu durum iç tasarrufları artıramamış, yüksek faiz oranları maliyet artışlarına yol açarak enflasyonu hızlandırmıştır. Artan tasarruflar ise üretken sektörler için sabit sermaye yatırımlarını artırmak yerine spekülasyon faaliyetlerine doğru kaymıştır.²¹³

²¹² Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, İletişim Yayınları, 8.b., İstanbul, 2003, ss. 132-133.

²¹³ Yeldan, y.a.g.e., ss. 127-130.

TABLO 5. EKONOMİNİN GENEL DENGESİ (1990-2005)

Yıllar	Büyüme Oranı (GSMH) (Yüzde)	Enflasyon Oranı (TEFE) (Yüzde)	Tasarruf Mevduatı Faiz Oranı	Reel Döviz Kuru (1987=100)	Yurtiçi Tasarruflar/ GSMH	Sabit Sermaye Yatırımları/ GSMH	Fert Başına Düşen GSMH (\$)
1990	9,4	49,2	59,4	123,1	22,0	22,6	2.712
1991	0,3	59,2	72,7	128,2	21,4	23,7	2.657
1992	6,4	61,4	74,2	126,1	21,6	23,4	2.752
1993	8,1	60,3	74,8	133,8	22,7	26,3	3.056
1994	-6,1	149,6	95,6	101,3	23,1	24,5	2.159
1995	8,0	64,9	92,3	110,0	22,1	24,0	2.784
1996	7,1	84,9	93,8	114,0	19,9	25,1	2.936
1997	8,3	91,0	96,6	121,6	21,3	26,3	3.032
1998	3,9	54,3	94,8	132,9	22,7	24,3	3.159
1999	-6,1	62,9	46,7	140,3	21,2	22,1	2.827
2000	6,3	32,7	45,6	152,0	18,2	22,8	2.987
2001	-9,5	88,6	62,5	123,1	17,5	19,0	2.110
2002	7,9	30,8	48,2	137,7	1,2	17,3	2.634
2003	5,9	13,9	28,6	151,7	19,3	16,1	3.390
2004	9,9	13,8	22,1	162,6	20,2	18,4	4.172
2005	7,6	2,6	20,4	179,6	20,4	20,2	5.008

Kaynak: DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, Hazine Müsteşarlığı

Tablo 5'te de görüldüğü gibi, toplam yatırımların GSMH içindeki payı ve toplam tasarrufların GSMH içindeki payında önemli bir artış olmamıştır. Ekonomik büyüme süreci de istikrarsız bir gelişim göstermiş, bazı yıllarda oldukça düşük, bazı yıllarda ise yüzde 8-9 düzeyinde yüksek oranlı büyüme gerçekleşmiştir. Finansal serbestleşme sonrasında geliştirilen araçların çoğunluğunu kamunun finansmanı için yaratılan menkul değerler oluşturmuş, TL'nin yabancı para birimleri ile ikamesi sonucu dolarizasyon (para ikamesi) olgusu ortaya çıkmış ve spekülasyon kısa vadeli sermaye hareketleri ulusal finans piyasalarında istikrarsızlığa neden olmuştur.

Bu dönemde kamu kesimi dış borçlanma olanaklarını yitirmiş ve iç borçlanma senetlerinin yarattığı finansman olanaklarına yönelmiştir. Dolayısıyla bankacılık sistemi reel sektöre kaynak aktarma işlevi yerine spekülatif finansman biçimlerine yönelmiştir. Diğer yandan, bankacılık kesiminin sermaye yeterliliği, aktif kalitesi, likidite, karlılık, gelir gider yapısı ve sektör payları rasyoları istikrarsız bir gelişim göstermiştir. Bankacılık kesiminin yanı sıra, reel sektör de kar elde etme güdüsü ile hareket etmeye başlamış, firmaların bilançolarında faaliyet dışı kar miktarlarının toplam karlar içerisindeki payının hayli yüksek olduğu görülmüştür.

Finansal serbestleşme sonrasında dış dengesizlikleri gidermede kullanılabilir uygun para/faiz ve kur politikalarını birbirinden bağımsız belirleme ve uygulama olanağı ortadan kalkmıştır. Bu bağlamda, Merkez Bankası bir taraftan genişleme ve daralma politikalarının aracı olarak faiz haddini kullanma olanağını yitirmiş, diğer taraftan dış ticarete dengenin sağlanması ve korunması gibi amaçlar doğrultusunda kur politikasının belirlenmesi olanaksızlaşmıştır. Uluslararası sermaye hareketleri kurların belirlenmesinde yönlendirici etken olmuş, mal hareketleri ile sermaye hareketleri arasındaki bağlantı kopmuştur.²¹⁴ Ulusal ekonomi doğrudan doğruya uluslararası spekülatif sermayenin çıkar alanına itilmiş ve sıcak para akımlarına bağımlı bir yapı doğmuştur. Bu süreç içerisinde denetimsiz kalan uluslararası sermaye hareketleri gerek reel, gerekse finansal ekonomi açısından birer istikrarsızlık unsuru yaratarak ulusal ekonominin dengeli büyümesinin önündeki en önemli engel haline gelmiştir.²¹⁵ Özellikle sıcak para girişleri sonucu kurlardaki değerlenme ve ithalat maliyetlerinin ucuzlaması iktisadi büyümeyi desteklemiş, fakat, bu büyüme dalgası uzun dönemli olmamış ve her genişleme dönemi bir krizle sonuçlanmıştır. Finansal serbestleşme döneminde uygulanan politikalar, iktisadi dalgalanmaları artırmış ve 1990 sonrasında iç ve dış kaynaklı dört büyük krizle (1994, 1999, 2000, 2001) karşı karşıya kalınmıştır.

1980'li yılların ortalarından itibaren artan kamu açıkları önemli bir istikrarsızlık kaynağı olmakla birlikte, ekonomiyi krize götüren en önemli gelişme 1989 sonrası uygulanan finansal serbestleşme politikaları olmuştur. Türkiye'ye

²¹⁴ Dağdelen, a.g.m., s. 49.

²¹⁵ Yeldan, a.g.e., s. 128.

yönelik sermaye girişlerinin artması ile birlikte döviz kurunun değerlenme süreci başlamıştır. 1989 yılından itibaren kısa vadeli sermayeyi çekmek için reel faizlerin yükseltilmesi yönünde bir uygulamaya geçilmiştir. İzlenen faiz ve döviz kuru politikaları bankacılık sektörüne faiz arbitrajı olanağı sağlamış ve 1990 yılından başlayarak bankaların döviz pozisyon açıkları büyümüştür. 1993 yılında iç borç faiz oranlarını düşürmek için borçlanma ihalelerinin iptal edilmesi ve Merkez Bankası'nın bankalararası para piyasası işlemlerinde faiz oranlarını yükseltmemesi krizin patlak vermesine yol açan bir uygulama olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi ile birlikte ekonomi kriz sürecine girilmiştir.²¹⁶ 1994 krizinden sonra 5 Nisan Kararları alınmıştır. Bu kararlar ile; kısa vadede, bozulan dış dengeyi ve döviz piyasasında istikrarı sağlamak, orta vadede kamu açıklarını azaltmak ve enflasyonu düşürmek, uzun vadede ise ihracatı özendirerek tedbirler almak, özelleştirmeyi hızlandırmak ve sürdürülebilir büyüme hedeflenmiştir.²¹⁷ 5 Nisan Kararlarının kısa vadeli önlemleri kararlılıkla uygulanmış, fakat yapısal reformlar gerçekleştirilememiş, orta ve uzun vadeli tedbirler uygulanamamıştır.²¹⁸

Türkiye 1997 yılında yaşanan Asya Krizi ve 1998 yılındaki Rusya Krizlerinden büyük ölçüde etkilenmiş ve yeniden bir finansal krizle karşılaşmıştır. Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle iç talebi kontrol altına almaya yönelik politikalar izlenmiş ve özel tüketici harcamaları kısılmıştır. Sonuç olarak, ekonomik büyüme gerilemiş; 1997 yılında yüzde 8.3 olan GSMH büyüme hızı 1998 sonunda yüzde 3.9 olarak gerçekleşmiştir. 1999 yılı ikinci ve üçüncü çeyreğinde GSMH artış hızı pozitif dönmüş, fakat, 1999'un son çeyreğinde yaşanan depremin de etkisiyle büyüme oranlarında yeniden negatif değerler görülmüştür.

²¹⁶ A. Kemal Çelebi, **Türkiye'de Ekonomik İstikrarsızlığın Dışsal-Yapısal Nedenleri ve İstikrar Politikaları**, Emek Matbaacılık, Manisa, 1998, ss. 147-151.

²¹⁷ Bülent Güloğlu, A. Ender Altunoğlu, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No: 27, Ekim 2002

²¹⁸ Hüseyin Şahin, **Türkiye Ekonomisi**, Livane Matbaası, Bursa, 2002, ss. 237-239.

Türkiye 2000 yılında IMF ve Dünya Bankası'nın desteğini alarak üç haneli rakamlara ulaşan enflasyonu düşürmek için bir dezenflasyon programı uygulamaya koymuştur. Ayrıca döviz kuru politikası değiştirilmiş ve para kuruluna benzer bir uygulama getirilmiştir. Bu uygulama ile yurtiçine yabancı para girdiğinde Merkez Bankası döviz rezervlerini artıracak, parasal taban genişleyecek, likidite artacak ve böylece faiz oranları düşürülebilecekti. Uygulama sonucu yıl boyunca fiyat hareketleri, arzulanan düzeyde olmamasına karşın, genelde bir düşme eğilimine girmiş ve faiz hadleri de hızla gerilemiştir.

Fakat, bu olumlu gelişmeler "Kara Çarşamba" olarak anılan 22 Kasım'dan başlayarak birdenbire tersine dönmüş ve mali piyasalar aniden sermaye çıkışlarından kaynaklanan bir para kriziyle karşı karşıya kalmıştır. Türkiye Aralık ayının sonlarına doğru kriz ortamından çıkmaya başlamış, döviz rezervleri yeniden artmış ve faiz oranları düşmüştür. Şubat 2001'de Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki siyasi tartışma ile zaten hassas olan piyasalar altüst olmuş ve yeniden bir döviz krizi başlamıştır. 22 Şubat 2001 tarihinde döviz kuru çıpası yürürlükten kaldırılmış ve dalgalı kura geçildiği ilan edilmiştir. 15 Mayıs 2001 tarihinde ise "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" olarak adlandırılan yeni bir program uygulanmaya başlanmıştır.

Kısaca ifade etmek gerekirse; Türkiye'de uygulanan finansal serbestleşme politikaları ekonomik gelişme için önemli bir adım olmuş, fakat, gelişmekte olan bir çok ülkede olduğu gibi olumsuz gelişmeler de yaşanmıştır. Türkiye'de finansal serbestleşme daha ürün piyasalarında rekabetçi bir ortam sağlanmadan ve dış ticaret kalemlerinde olumlu sonuçlar alınmadan uygulanmaya konulmuş, atılan bu adım karar alıcıların hareket kabiliyetini kısıtlamış ve yapısal nitelikli sorunları daha da keskinleştirmiştir.

2. TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

Çalışmamızın bu bölümünde, öncelikle, Türkiye'de 1980 öncesi dönemde uygulanan para politikalarına ilişkin gelişmeler değerlendirilecek, 1980 sonrası

uygulanan para politikaları ise 1980-1989 dönemi ve 1989 sonrası dönem olmak üzere iki ana başlık altında incelenecektir.

2.1. 1980 Öncesi Dönemde Para Politikaları

Cumhuriyetin ilk yıllarında banka ve kredi sistemi yabancı sermayenin kontrolü altında tutulmuş, Fransız ve İngiliz sermayesiyle kurulmuş olan Osmanlı Bankası, merkez bankası işlevini yerine getirmiştir. Bu dönemde paranın dış değeri büyük bir istikrar göstermiş, fakat, 1929 Dünya Ekonomik Buhranı ile birlikte dengeler alt üst olmuştur. Bu koşullarda ülke ekonomisinin istikrarlı bir para ve kredi sistemine olan gereksinimi ortaya çıkmış ve 11 Haziran 1930 tarih ve 1715 sayılı T.C. Merkez Bankası Yasası çıkarılmıştır. 30 Haziran 1930 tarihinde ise Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (T.C.M.B) kurulmuştur.²¹⁹

1930'lu yıllarda Merkez Bankası'nın temel politika aracı, kendi belirlediği reeskont oranları olmuş, kamu kuruluşları kredileri ile ticari kredilerin kontrolü önem kazanmış ve reel faizler pozitif değerler almıştır. Bu dönemde Merkez Bankası kredilerinde kamu kesiminin ağırlığı giderek artmıştır. II. Dünya Savaşı yıllarında ise, Merkez Bankası, temel para politikası aracı olarak reeskont oranlarını kullanmaya devam etmiş, 1938-1950 yılları arasında banka faiz oranlarında ve reeskont oranlarında bir değişiklik yapmamıştır.

1950 yılında siyasal iktidarın da değişmesi ile birlikte para politikası uygulamasında da önemli değişiklikler meydana gelmiştir. 1950'li yıllar Merkez Bankası açısından fiyat istikrarı amacının ikinci plana itildiği, daha çok kamu açıklarının finanse edildiği bir dönem olmuştur. Dönemin başında reeskont oranları ve mevduata uygulanan faiz oranları düşürülmüş, emisyon hacmi ise hızla genişlemiştir. Özellikle 1953'ten sonra kamu yatırımlarının Merkez Bankası kaynaklarıyla finansmanına devam edilmiş, izlenen genişletici para politikası fiyatlar genel seviyesini hızla yükseltmiştir.

²¹⁹ Parasız, 1998, ss. 351-352.

1960 yılında ekonomide istikrarın sağlanması ve paranın değerinin korunması için gerekli bazı tedbirler alınmıştır. 1960'lı yıllarda para politikası kalkınma planları çerçevesinde uygulanmış ve Merkez Bankası parasal kontrolü belli ölçüde gerçekleştirebilmiştir. Bu dönemde Merkez Bankası amaç fonksiyonu daha net bir şekilde ortaya konulmuştur. Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda (1963-1968) para politikasının amacı, "fiyat istikrarını ön planda tutan yani enflasyona yol açmayacak bir para ve kredi politikası uygulamak" şeklinde belirlenmiştir. Bu dönemde, para politikaları; zorunlu karşılık politikaları, kalkınma programları çerçevesinde gerçekleştirilen selektif krediler, kredi tayinlaması uygulamaları ve reeskont kredi faizleri gibi araçlarla yürütülmüştür.²²⁰

1970'li yıllara gelindiğinde para politikası açısından yaşanan en önemli gelişmelerden biri TCMB Kanunu'nun değiştirilmesi olmuştur. 1970 yılında kabul edilen kanunla; Merkez Bankası'nın yetkileri, sorumlulukları ve organizasyon biçimi yeniden düzenlenmiş ve ekonomide daha aktif rol oynayacak bir kurum haline gelmesi amaçlanmıştır. Bu kanunla, Banka Kredilerini Tanzim Komitesi feshedilerek, görevleri Merkez Bankası'na devredilmiştir.²²¹ Böylece Merkez Bankası zorunlu karşılık oranlarını belirleme ve bu konuda düzenleme yapma yetkisine sahip olmuştur.

1974 yılında yaşanan petrol şokunun sonucunda dış açıklar giderek artmış, bu açıklar rezerv hareketleri ve kısa vadeli dış borçlanma ile finanse edilmiştir. Bu kapsamda döviz politikalarında değişiklikler yapılmaya başlanmış; ilk olarak 1974 yılında belirtilen şartlara haiz bankalara belirlenen limitler dahilinde döviz pozisyonu tutma, döviz kredisi verme ve faizli döviz mevduat hesabı açma yetkisi verilmiş ve uygulama 1975 yılı Mart ayında başlamıştır. 1976 yılında özellikle Almanya'da çalışan işçilerin tasarruflarının değerlendirilmesi amacıyla Dresdner Bank aracılığıyla kredi mektuplu döviz tevdiat hesabı uygulaması başlatılmıştır. Böylece 1970-1980 döneminde Merkez Bankası yükümlülükleri önemli ölçüde artmış, bu artışın en önemli kaynağını işçi döviz tevdiat hesaplarını da içeren döviz yükümlülüklerindeki artış oluşturmuştur.

²²⁰ Önder, a.g.t., s. 124.

²²¹ İlker Parasız, **Türkiye Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2003, s. 236.

1970-1980 arasında kamu sektörü açıkları hızla büyümüş ve bu durum Merkez Bankası kredilerinin kamu ve özel sektör arasındaki dağılımını önemli ölçüde etkilemiştir. Merkez Bankası'nın kamu sektörüne açtığı krediler bankanın toplam kredilerinin yüzde 85'ine kadar ulaşmıştır. Bu dönemde para politikası aracı olarak zorunlu karşılıklar kullanılmış, Merkez Bankası'na belli oranda açık piyasa işlemi yapabilme yetkisi verilmiş fakat bu araç kullanılmamıştır.²²² 1980'li yıllara doğru reel faiz oranları sürekli eksi değerler almış, böylece, kredi politikası işlemez hale gelmiştir. 1980 yılında açıklanan 24 Ocak Kararları ile para politikası açısından yeni bir döneme girilmiştir.

2.2. 1980-1989 Döneminde Para Politikaları

1980 yılı, gerek para politikası gerekse genel ekonomi anlayışı açısından bir dönüm noktası niteliği taşımaktadır. 24 Ocak 1980 Kararlarıyla; Keynesgil yaklaşım çerçevesinde düzenlenen, faiz oranlarında güdümlü ve para arzında aşırı artışlara dayanan para politikası yaklaşımı yerini Monetarist bir anlayışa bırakmıştır.²²³

1980-1989 döneminde para politikası önemli ölçüde değişmiştir. 30 Sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkındaki Karar çerçevesinde, döviz kurlarının serbestleştirilmesi sürecinde Merkez Bankası, ilk olarak, günlük kur uygulamasına geçmiştir. Daha sonra, bankalara bu kurların belli oranları çerçevesinde kurları serbestçe belirleyebilme olanağı sağlanmış ve son olarak bankaların döviz kurlarını serbestçe belirleyebilmelerine izin verilmiştir.

Kaynak tahsisinde etkinliğin artırılması amacıyla kredi ve mevduat faiz oranları serbest bırakılmış, fakat, uygulamada birtakım aksaklıklar meydana gelmiştir. Mevduat faiz oranları serbest bırakıldıktan sonra banker kuruluşlar, faiz oranlarını bankaların uyguladıkları faiz oranlarının çok üzerinde belirleyerek fonların önemli bir kısmını toplamış ve bu fonlar etkin bir şekilde kullanılmamıştır. Bu

²²² Parasız, 1998, s. 365.

²²³ K. Batu Tunay, "Türkiye'de 1980-1995 Döneminde Para Politikalarının Gelişimi", **İktisat Politikası**, Vildan Serin (ed.), Alfa Yayınevi, İstanbul, 1998, ss. 228-257.

durum, Banker Krizine yol açmış ve finansal sisteme olan güven sarsılmıştır. Böylece 1983 yılında mevduat faiz oranları yeniden Merkez Bankası tarafından belirlenmeye başlamıştır. İzlenen para politikaları sonucunda, enflasyon oranı, 1980’de yüzde 107’den 1981’de yüzde 36.7’ye ve 1982’de yüzde 25.3’e düşmüştür. Para talebi 1981 ve 1982 yıllarında faiz oranlarının yüksek pozitif değerlere ulaşması ve buna ek olarak Türk Lirasının yabancı paralar karşısında reel olarak hızla değer kaybetmesi sonucu önemli ölçüde artış göstermiştir.

1984 yılında ödemeler dengesinin düzeltilmesi ve enflasyonun azaltılması amacıyla sıkı para politikası uygulanmış ve para arzındaki genişlemenin yavaşlatılması amacıyla bir dizi tedbir alınmıştır. Bu dönemde, bütçe açığının finansmanı ve ekonomideki fazla paranın azaltılması amaçlarıyla halka ve bankalara hazine bonusu satışına başlanmıştır. Ayrıca Merkez Bankası, reeskont kredilerini durdurmuş, disponibilite oranını yüzde 10’dan yüzde 15’e çıkartmış, zorunlu karşılıkların yatırılmayan kısmına uygulanan cezai faizleri artırmış ve bankaların Merkez Bankası’na döviz satışlarını caydırıcı tedbirler alınmıştır.²²⁴ 1985 yılında zorunlu karşılık sisteminde köklü değişiklikler yapılmıştır. Bu uygulamalar; ihracat ve yatırım kredilerine tahsis edilecek mevduata uygulanan tercihli karşılık oranlarının kaldırılması, karşılıkların yatırılma süresinin altı haftadan iki haftaya indirilmesi ve karşılık oranının yüzde 25’den yıl sonunda yüzde 19’a, 1986 yılı başında yüzde 15’e düşürülmesi şeklinde gerçekleştirilmiştir.

Para politikası uygulamaları ve araçları açısından 1986 yılı önemli bir dönüm noktası, yeni döneme geçişin başlangıç yılı olmuştur. Söz konusu geçiş döneminin özelliği, özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapısına doğrudan müdahaleyle şekillenen para politikası yerine, bankacılık kesimi toplam rezervlerinin kontrolüne dayalı para ve kredi politikasının uygulanmaya başlanmasıdır. 1986 yılında benimsenen yeni sistemde Merkez Bankası, ticari bankaların Türk Lirası cinsinden rezervlerini kontrol ederek, hem faiz politikasının etkinliğini arttırmayı, hem

²²⁴ Tunay, a.g.e., ss. 228-257.

bankaların pasiflerinin kontrolü ile eş anlamlı olan para arzı kontrolü uygulamasını hedeflemiştir.²²⁵

1985 yılı sonunda, ilk defa, para arzı ve diğer parasal büyüklüklerin 1986 yılı içerisindeki gelişimini tahmin eden bir parasal program hazırlanmıştır. Bu parasal programda, yıllık programın öngördüğü enflasyon ve büyüme hedefleriyle tutarlı olan M2 ve diğer para arzı artışı belirlenmiş ve bu artış reel faiz, reel kur gibi bir dizi makro ekonomik değişkenle ilişkilendirilmiştir. Programlanan M2 ve diğer parasal büyüklüklerdeki gelişmelerle uyumlu rezerv para artışı, Merkez Bankası bilançosunun aktif kalemleri olan kamu kesimine krediler, bankacılık kesimine krediler ve net dış varlıklardaki artış arasında paylaştırılmıştır. Bu paylaşım sırasında bankacılık kesimine verilecek krediler ve net dış varlıklardaki muhtemel gelişmeler planlanmış ve geriye kalan bölüm kamu kesimine verilecek kredilerin üst sınırı olarak belirlenmiştir. Özetle, 1986 yılı parasal programı belli bir M2 artışı hedef olarak alındığında, bunu gerçekleştirecek rezerv para artışının ve dolayısıyla da Merkez Bankası net iç varlıklarının programlanmasına dayanmıştır. Bu bağlamda bir dizi kurumsal düzenleme yapılmıştır.²²⁶

- Hazine, kamu açıklarının finansmanının otomatik olarak Merkez Bankası'ndan sağlanmasının önlenmesi amacıyla ilk olarak Mayıs 1985 tarihinde ihaleli bono ve tahvil satışına başlamıştır. Devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS) ihale ile satışı sistemine geçilmesinin ardından kamu finansman açıklarının önemli bir bölümü para ve sermaye piyasalarından karşılanmaya başlanmış, kamu kesiminin Merkez Bankası kaynaklarına olan başvuruları azalmıştır.
- Disponibilite ve zorunlu karşılıklar daha etkin bir şekilde düzenlenmiştir.
- Merkez Bankasının reeskont politikasını orta vadeli reeskont kredileri ile sınırlandırması otomatik kredi temin mekanizmasını ortadan kaldırmıştır. Bunun üzerine bankaların nakit ihtiyaçlarını karşılayabilmeleri amacıyla 1986 yılında bankalararası para piyasası kurulmuştur.

²²⁵ Mehtap Kesriyeli, 1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 97/4, Ankara, 1997, s. 9.

²²⁶ Kesriyeli, a.g.e., ss. 10-16.

- 1986 yılında bankacılık sisteminin gözetim ve denetiminin daha etkin olarak yapılabilmesi amacıyla tek düzen hesap planı uygulamaya konulmuş, İMKB kurulmuş ve mali araçlar çeşitlenmiştir.

1986 yılı parasal programı, Hükümet tarafından belirlenmiş olan yüzde 25 enflasyon ve yüzde 5 GSMH artış hızıyla uyumlu olacak biçimde, M2'nin yıl içerisinde yüzde 35 oranında artacağı öngörülerek hazırlanmıştır. Yıl sonunda GSMH artışı yüzde 7.9, M2 artışı öngörülen hedefi aşarak yüzde 40 civarında büyümüş ve enflasyon yüzde 34.6 olmuştur. Buna bağlı olarak, rezerv para artışı da hedefi aşmıştır. Ayrıca, uygulanmaya başlanan reel pozitif faiz politikası, yüksek borç/özkaynak oranları ile çalışan kuruluşları ağır bir finansman maliyeti ile karşı karşıya getirmiştir. Böylece, ilk sayılabilecek parasal program başarısız olmuştur.

Merkez Bankası, 4 Şubat 1987 tarihinden itibaren, açık piyasa işlemleri uygulamaya başlamıştır. APİ mekanizması para politikası aracı olmakla beraber bu işlemler çerçevesinde DİBS'lerin alım satımına konu edilmesine, aynı zamanda devlet tahvilleri için ikincil bir pazar oluşturulmasına ve iç borçlanma politikasının günün koşullarına uygun şekilde yürütülmesine de katkıda bulunmuştur.

1987 yılında getirilen en önemli yasal düzenleme sermaye piyasasını teşvik amacıyla 25 Mart 1987 tarihinde kabul edilen 3332 sayılı kanun ve "Para Piyasaları ve Fon Yönetimi Genel Müdürlüğü" adı altında yeni bir genel müdürlüğün kurulmuş olmasıdır. 1987 yılında bankalararası para piyasasında ve İMKB'de işlem hacmi hızla genişlemiş, kamu kesimi ve özel kesim tarafından ihraç edilen mali piyasa araçları hacminde önemli artışlar olmuş ve mali piyasalara yeni tip araçlar kazandırılmıştır. 1988 yılına likidite fazlasının mali piyasalarda yarattığı bazı dengesizliklerle girilmiş, bunların düzeltilmesi için köklü önlemler alınmak zorunda kalınmış ve para politikası da bu önlemlere paralel olarak uygulanmıştır. Esas olarak para arzını denetlemeye yönelik ve Türk Lirasını değerli kılacak bir politika izlenmiş, bunun yanı sıra, piyasaların işleyiş biçimleri arasındaki karşılıklı etkileşim göz önünde bulundurularak hareket edilmiştir. Nitekim para politikası açısından köklü bir müdahale niteliği taşıyan 4 Şubat Kararları'nda, Türk Lirasına olan talebin

artırılması gerektiği noktasından hareket edilmiştir. Bu kararlar o ana kadar reel olarak negatif olan mevduat faizleri, zorunlu karşılık oranları ve dispoñibilite oranları arttırılmış, bunun sonucu olarak Türk Lirası cinsinden mali araçların getirisi yükselmiş ve paranın bu mali araçlar dışındaki alternatif alanlara kayması engellendiği için de döviz piyasasındaki dengesizlik giderilmiştir.²²⁷

Merkez Bankası bu dönemde; likiditeyi çekmek ve para arzını daha iyi kontrol edebilmek amacıyla bazı araçlar ve yeni piyasalar geliştirilmiştir. Bunlar şu şekilde sıralanabilmektedir.²²⁸

- Bankalararası para piyasasında alt ve üst limit uygulaması başlatılmıştır. Merkez Bankası, bu uygulama ile bankalararası para piyasasında talep ve arzın denkleşmediği durumlarda faizlerin düşmesini ya da yükselmesini belli sınırlar içinde tutmaya çalışmıştır.
- 1988 yılında Bankalararası para piyasasında çift yönlü kotasyon sistemi yürürlüğe konulmuştur. Bu uygulama ile Merkez Bankası aracı olarak pozisyon tutmayı ve piyasadan para çekmeyi daha etkin bir hale getirmeyi amaçlamıştır.
- Açık piyasa portföyü 1 Trilyon TL'ye yükseltilmiştir.
- Vadesiz döviz tevdiatları zorunlu karşılıklarında yapılan artışın Merkez Bankası'na TL cinsinden yatırılması karara bağlanmıştır.

1988 yılında mevduat faiz oranları en çok değişime uğrayan değişkenlerden birisi olmuştur. 4 Şubat Kararları ile vadeli ve vadesiz resmi mevduat oranı azami yüzde 10 olarak belirlenmiş ve bankalararası mevduattaki faiz oranı serbest bırakılmıştır. Bu uygulama sonucu, faizler hızla yükselmiş ve ekonomideki durgunluğun 1989 yılına sarkmasına neden olmuştur. 1989 yılında ise finansal piyasalarda ve para politikaları konusunda köklü değişimler yaşanmıştır.

²²⁷ Kesriyeli, a.g.e., s. 18.

²²⁸ Parasız, 2003, s. 323.

2.3. 1989 Sonrası Dönemde Para Politikaları

Türkiye’de 1989 yılında uygulamaya konulan 32 Sayılı Karar ile döviz işlemleri ve sermaye hareketleri tamamen serbestleştirilmiş, alınan önlemler sonucu TL konvertibl bir para haline gelmiştir. Fakat, döviz işlemlerinin ve sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi para politikalarının uygulanmasını daha karmaşık ve güç bir hale getirmiş; Merkez Bankası bir taraftan faizleri gözetirken, diğer taraftan TL’nin istikrarını sağlamak amacıyla döviz piyasalarına müdahale etmek durumunda kalmıştır. Geçmiş yıllardaki parasal gelişmelerin incelenmesi ile birlikte, etkin bir para politikası için Merkez Bankası’nın kendi bilanço büyüklüğünü denetim altına alması gerektiği ortaya çıkmıştır. Merkez Bankası 1989 yılında, kamuoyuna açıklanmasa da, bir para programı uygulamış ve parasal hedefler belirlemiştir.

1989 yılında para politikasının hedefi, Merkez Bankası bilanço büyüklüğünün kontrol altında tutulması olmuştur. Bu amaca ulaşabilmek için; öncelikle, Hazine ile Merkez Bankası arasında bir protokol yapılmış ve Hazine’nin kısa vadeli avans kullanımına sınırlama getirilmiştir. Protokol sonrası dönemde alınan kararlara titizlikle uyulmuş ve böylece Hazine’nin, Merkez Bankası kaynaklarından kullandığı avans miktarı yıl boyunca makro ekonomik dengeleri bozmayacak düzeylerde seyretmiştir. Bu tutumun sonucu olarak, 1989 yılındaki parasal genişlemenin tamamı, Merkez Bankası’nın dış varlıklarındaki artıştan kaynaklanmış, diğer bir deyişle, Merkez Bankası kendisine gelen döviz karşılığında Merkez Bankası Parası (MBP) yaratmıştır.²²⁹ Bunun sonucu olarak, Merkez Bankası Parası’nın toplam iç yükümlülükler (TİY) içindeki payı 1988 yılında yüzde 58 iken 1989 yılında yüzde 65’e yükselmiştir. Merkez Bankası Parası’nda gözlenen bu genişleme, Merkez Bankası’nın kendi bilanço büyüklüğünü görel olarak düşürebilmesi sonucu ortaya çıkmıştır. Yani, Merkez Bankası bilançosu bir yandan küçülürken, öte yandan daha likit hale gelmiş, sonuçta, Merkez Bankası para politikasını uygulamada bir miktar esneklik kazanmıştır.²³⁰

²²⁹ Rüşti Saracoğlu, “1990 Yılına Girerken Türk Ekonomisi”, Erişim:06.04.2006, [http:// www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/turkeconomisi.html](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/turkeconomisi.html)

²³⁰ Parasız, 1998, s. 385.

1989 yılında kredi politikasında da değişiklikler yapılmıştır. 1989 yılı sonlarına kadar Merkez Bankası kredileri bir para politikası aracı olarak değil, kalkınmanın finansmanı amacıyla selektif kredi politikasının bir aracı olarak kullanılmıştır. Benimsenen yeni kredi politikasına göre, reeskont kredileri, selektif kredi politikası aracı olmaktan çıkartılarak, sadece para politikasının yürütülmesi amacıyla kullanılacak bir araç haline gelmiştir.²³¹

1990 öncesi dönemde TCMB tarafından hazırlanan para programları, gerekli altyapının oluşturulamamış olması nedeniyle kamuoyuna açıklanmamıştır. Kamuoyuna açıklanan ve başarıya ulaşan ilk para programı, 1990 yılı para programıdır. Bu programla birlikte para politikaları açısından yeni bir dönem başlamıştır. Çalışmamızda, 1989 sonrası para politikaları; 1990-1993 dönemi, 1994-1999 dönemi ve 2000 Enflasyonu Düşürme Programı ve sonrası olmak üzere üç alt başlık halinde incelenecektir.

2.3.1. 1990-1993 Dönemi

Merkez Bankası, ilk kez 1990 yılında, para programlarını kamuoyuna açıkça ilan edeceğini, ara hedefleme stratejisi uygulayacağını ve uygulamalarında bu programlara bağlı kalacağını taahhüt etmiştir. 1989 yılında para politikasında başlatılan değişiklikler ve düzenlemelerle 1990 yılı başında orta vadeli bir para programı oluşturulmuştur. Merkez Bankası, 1990 yılı para programı hedeflerini, 16 Ocak 1990 tarihinde, dönemin Merkez Bankası Başkanı Rüştü Saracoğlu tarafından verilen bir brifing ile kamuoyuna açıklamıştır.²³²

1990 yılı para programı ile Merkez Bankası bilanço büyüklüğünün denetim altına alınması ve sağlıklı bir yapıya kavuşturulması hedeflenmiştir. Ayrıca, TL'nin değerinin korunması, enflasyonla mücadele, ödemeler dengesinin iyileştirilmesi ve mali piyasalarda istikrarın korunması programın diğer hedefleri arasında yer almıştır. Merkez Bankası'nın böyle bir para programını yürütebilmesinin ön koşulu, bilançonun aktifleri üzerinde denetimini sağlayabilmesidir. Bu amaçla, Merkez

²³¹ Kesriyeli, a.g.e., s. 19.

²³² Aylin Özey, "TCMB Parasal Program Uygulamaları", **Hazine Dergisi**, Sayı:7, Ankara, 1997

Bankası kamuya açılan kredileri denetim altına almaya yönelik düzenlemeler uygulamış ve likidite yaratmak için Türk Lirası ile kredi açmak yerine döviz işlemlerini kullanacağını belirtmiştir. Merkez Bankası aktif kalemlerindeki bu işlemlere karşılık; pasif kalemlerinde de, Türk Lirası payının artmasını hedeflemiştir. Bu nedenle, Merkez Bankası Parası değişkeninin toplam iç yükümlülükler değişkeninden daha hızlı büyümesi gerekliliği ortaya çıkmıştır. Diğer bir deyişle, Merkez Bankası 1990 yılı içinde yurtiçine olan döviz yükümlülüklerinin bir kısmını TL yükümlülüklerine dönüştürmek istemiştir.²³³

Merkez Bankası 1980 sonrası gerçekleşen finansal serbestleşme ile birlikte parasal büyüklüklerin belirsiz hale geldiğini ve parasal programlama çerçevesinde M1 ve M2 gibi değişkenleri hedeflemenin pek anlamlı olmadığını savunmuş; bu nedenle, 1990 yılı para programının tüm hedeflerini Merkez Bankası Bilançosu kalemleri içinden seçmiştir. Parasal program, Merkez Bankası bilançosundan seçilen dört kaleme ilişkin sayısal hedefler üzerine kurulmuştur. Söz konusu hedef değişkenler;²³⁴

- Merkez Bankası Parası,
- Toplam İç Varlıklar,
- Toplam İç Yükümlülükler ve
- Merkez Bankası Bilançosunun toplam büyüklüğü olarak seçilmiştir.

Merkez Bankası hedef değişkenlerin yanı sıra, amaç değişkenler de belirlemiştir. Merkez Bankası, amaç değişken olarak enflasyon ve büyüme hızını seçmiş; enflasyon için yıllık ortalama yüzde 54, büyüme oranı için yüzde 5.7 hedeflemiştir.²³⁵ 1990 yılında enflasyon oranı yüzde 56, büyüme hızı ise yüzde 9.1 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlar, para politikası yoluyla öngörülen enflasyon oranının gerçekleştiğini ve böylece fiyat istikrarı ile ilgili amaç yönünden etkinliğin sağlandığını göstermiştir. Fakat, büyüme hızının beklenenin üzerinde çıkması para

²³³ Parasız, 2003, s. 419.

²³⁴ Cem Mehmet Baydur, Bora Süslü, “1990’lı Yıllarda Türkiye’de Para Politikası Uygulamasında Çıplar”, **İMKB Dergisi**, Cilt: 6, Sayı: 21, 2002, s. 52.

²³⁵ Ahmet Şahinöz, **Türkiye Ekonomisi: Sektörel Analiz**, İmaj Yayıncılık, Ankara, 2001, s. 262.

politikası ile büyüme hızını belirlemenin mümkün olmadığını ortaya çıkarmış, bu nedenle 1992 para programında tek amaç değişken olarak enflasyon oranı alınmıştır.

TABLO 6. 1990 YILI PARA PROGRAMI HEDEFLERİ VE GERÇEKLEŞMELER (%)

Hedef Değişkenler	1990 Hedefler	1990 Gerçekleşmeler
Merkez Bankası Parası	35-48	26.6
Toplam İç Varlıklar	6-16	11.9
Toplam İç Yükümlülükler	15-25	21.6
MB Bilanço Büyüklüğü	12-22	24.1

Kaynak: Oğuz Yıldırım, “Türkiye’de Parasal Programlama ve Enflasyon Hedeflemesi”, Erişim:24.05.2006, s. 6., http://www.geocities.com/ceteris_tr/o_yildirim7.doc

Tablo 6’da da görüldüğü gibi, 1990 para programı başarılı olmuş; Merkez Bankası’nın toplam iç varlıkları ve toplam iç yükümlülükleri hedeflenen sınırlar içinde kalmış, bilanço büyüklüğü üst sınırı aşmış ve Merkez Bankası Parası hedef bandının alt sınırının da altında kalmıştır. 1990 para programının uygulanabilmesi ve beklenen sonuçların alınmasının en önemli nedeni, kamu açıklarının piyasadan sağlanan kaynaklarla finanse edilebilmesi ve böylece Merkez Bankası’nın iç kredilerini denetim altına alabilmesidir. Merkez Bankası Parası’ndaki artışın hedeflerin altında kalmasının nedeni ise, Merkez Bankası’nın zaten değerli olan TL’yi daha da değerli hale getirmemek için piyasaya döviz satmak istememesi, bu nedenle yurt içinde yerleşiklere olan döviz borçlarını programlanan oranda azaltamamasıdır. 1990 yılında Merkez Bankası’nın kendi bilanço büyüklüğünü denetlemeyi hedeflemesi, açık bir hedef konmasa da, daha geniş parasal büyüklüklerin de denetimine katkıda bulunmuştur.

1991 yılında yaşanan siyasi ve ekonomik dalgalanmalar para politikası uygulamalarını önemli ölçüde etkilemiş, Merkez Bankası, 1991 yılında ortaya çıkan Körfez Savaşı ve erken seçim kararının yarattığı belirsizlikler nedeniyle bir para programı ilan edememiştir. Bir para programı adı altında açıklanmasa da, Merkez Bankası, 1991 yılında TL ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı hedeflemiştir. Bu dönemde hem TL hem de döviz mevduatlarındaki azalışlar nedeniyle kurlar ve faizler yükselmiş, TL değer

kaybetmiş, rezervler azalmıştır. Merkez Bankası mevduat çekilmeleri nedeni ile, bankalara fon desteği sağlamak zorunda kalmış, böylece 1990 yılında sadece yüzde 10 artış gösteren Merkez Bankası kredileri, 1991 yılında yüzde 200 artış göstermiştir. Bu artış içinde, kamu kesimine açılan kredilerdeki artış yüzde 315, özel kesime açılan kredilerdeki artış ise yüzde 30 olarak gerçekleşmiştir. 1991 yılında Hazine'nin piyasalardan borçlanmada zorlandığı anlarda Merkez Bankası kaynaklarına başvurması nedeniyle parasal büyüklüklerin denetimi zorlaşmıştır. Kamuya açılan krediler piyasadaki fazla likiditeyi artırarak kurlar üzerindeki baskının devam etmesine neden olmuş, kamu kesimi borçlanma gereği (KKBG) artış göstermiştir. Bu dönemde kamunun Merkez Bankası kredilerinden yararlanmaya başlaması ile Merkez Bankası araç bağımsızlığını da yitirmeye başlamıştır.

1991 yılından itibaren uygulamaya konulan genişletici maliye politikaları, kamu açıklarının artmasına neden olmuş; bu ise kamunun Merkez Bankası kaynaklarından finansmanını gündeme getirmiştir. Bu dönemde ekonomide yükselen likidite ve enflasyonist beklentilerdeki artış, hane halkının ulusal paradan kaçmasına ve döviz piyasalarında yoğun bir talep yaşanmasına neden olmuştur. 1992 yılında Merkez Bankası orta vadeli hedefleri çerçevesinde yeni bir parasal program ilan etmiştir. 1992 yılı para programında Merkez Bankası Parası, İç Varlıklar, Toplam İç Yükümlülükler ve Bilanço Büyüklüğü kavramlarına odaklanılmıştır. Program, enflasyonun yüzde 43 olarak gerçekleşeceği, konsolide bütçe açığının 32 trilyon lira olacağı ve tüm kamu kesiminin Merkez Bankası'ndan sağlayacağı kaynağın 11 trilyon lirayı aşmayacağı varsayımına dayanmıştır.

1992 para programının amacı ise Merkez Bankası yükümlülüklerini azaltmak ve böylelikle mali piyasalarda istikrarı korumak olarak belirlenmiştir. Ancak, kamu açıklarının kontrol edilememesi, Hazine'nin yılın ilk aylarında kısa vadeli avans limitinin sınırına gelmesi ve bu gelişmelere paralel olarak kamu sektörüne verilen kredilerin hızla artması sonucu Merkez Bankası'nın para programı hedeflerine uyması olanaksız hale gelmiş, bunun yerine döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaların giderilmesine çalışılmıştır.

Artan likiditenin döviz piyasasına baskı yaratmasını engellemek amacıyla Merkez Bankası bir yandan APİ yoluyla aşırı likiditeyi çekmeye çalışmış, diğer taraftan da döviz satarak döviz piyasasına müdahalede bulunmuştur. Bu nedenle APİ işlemlerinden dolayı yükümlülükleri artmış, Merkez Bankası Parası program hedeflerinin çok üzerinde gerçekleşmiştir.²³⁶ Tablo 7’de de açıkça görüldüğü gibi, 1992 para programı hedeflere ulaşma açısından başarısız olmuştur. Yüzde 43 olarak öngörülen enflasyon oranı yüzde 70 olarak gerçekleşmiş ve kamu kesimi borçlanma gereği artmaya devam etmiştir. 1992 para programı ekonomide para ve maliye politikalarının koordinasyonunun önemini ortaya çıkarmıştır.

TABLO 7. 1992 YILI PARA PROGRAMI HEDEFLERİ VE GERÇEKLEŞMELER (%)

Hedef Değişkenler	1992 Hedefler	1992 Gerçekleşmeler
Merkez Bankası Parası	37-47	85
Toplam İç Varlıklar	38-48	101
Toplam İç Yükümlülükler	27-39	75
MB Bilanço Büyüklüğü	40-50	100

Kaynak: Yıldırım, a.g.m., s.7.

Merkez Bankası, 1993 yılında, kamu finansman açıklarının denetim altına alınamaması ve parasal büyüklüklerin kontrol edilememesi nedeni ile bir para programı açıklayamamıştır. Merkez Bankası, daha önceki yıllarda olduğu gibi, 1993 yılında da finansal piyasalarda istikrarın korunması amacını ön planda tutmuş, döviz kuru ve faizlerin istikrarlı bir yol izlemesini amaçlamıştır. Hızlı biçimde artan kamu kesimi açıkları ve bu açıkların finansmanı için benimsenen politikalar, geçmiş yıllarda olduğu, 1993 yılında da Merkez Bankası kaynakları üzerinde baskı yaratmıştır. 1992 yılında çıkarılan “Kamu Kurum ve Kuruluşlarının Birbirlerine Olan Borçlarının Tahkimi Hakkındaki Kanun” nedeni ile Hazine ve Toprak Mahsulleri başta olmak üzere bazı kamu kuruluşlarının Merkez Bankası’na olan borçları tahkim kapsamına alınmış ve böylece bu kurumların Merkez Bankası’ndan ek kaynak kullanmaları mümkün olmuştur. Aynı şekilde, 1993 yılında ek bütçe uygulaması

²³⁶ Kesriyeli, a.g.e., s. 24.

yapılmış ve bu durum Hazine'ye Merkez Bankası'ndan avans kredisi kullanma şansı vermiştir.

Sonuç olarak, Merkez Bankası kredileri 1993 yılında yüzde 40 artmıştır. Bu dönemde dışarıdan kaynak ihtiyacı da artmış ve cari işlemler açığının GSMH'ya oranı 1980 yılından bu yana rekor düzeye ulaşmıştır. 1993 yılında artan dış açıklar kısa vadeli sermaye yani sıcak para girişi ile finanse edilmiş ve TL'nin değerlenmesine izin verilmiştir. Artan iç ve dış açıklara karşın faizin ve döviz kurunun yapay olarak baskı altında tutulması sonucunda 1994 yılının ilk aylarından itibaren mali piyasalarda dengeler bozulmuş ve kriz sürecine girilmiştir.

2.3.2. 1994 Krizi ve Sonrası Dönem (1994-1999)

1990 yılından itibaren artan kamu açıkları, bu açıkların iç ve dış borçlanma ile finanse edilmeye çalışılması ve döviz rezervlerinin hızla erimesi yeni bir istikrar programının yürürlüğe konulmasını zorunlu kılmıştır. Yoğun bir şekilde iç borçlanma politikasının izlenmesi, büyük miktarda iç borç faiz ödemesi zorunluluğunu doğurmuş, faiz oranlarındaki hızlı yükseliş bu defa kısa vadeli sıcak paranın ülkeye akmasına sebep olmuştur. TL'nin yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazanması, ihracatı kısarken, ithalatı kolaylaştırmıştır. Bu durumun doğal sonucu olarak; dış ticaret açığı 14 milyar dolara, cari işlemler açığı ise 6.3 milyar dolara yükselmiştir. Kamunun iç ve dış borç ödemeleri Cumhuriyet tarihinde ilk kez toplam vergi gelirlerinin üzerine çıkmıştır. Bu dönemde uluslararası derecelendirme kuruluşları (Moody's ile Standart and Poors) Türkiye'nin kredi güvenilirlik notunu düşürmüştü; böylece, Türkiye, yatırımda risk taşıyan ülke konumuna gelmiştir.²³⁷ Hızla bozulan iç ve dış dengeler 1994 yılı başında para, sermaye ve döviz piyasalarında ciddi bir krize yol açmıştır.

²³⁷ Rıdvan Karluk, **Türkiye Ekonomisi**, Beta Basım, 5.b., İstanbul, 1997, ss. 390-394.

2.3.2.1. 5 Nisan Kararları

Ekonomiyi hızla istikrara kavuşturmak, kamu açıklarını azaltmak, dış talebe dayalı bir büyüme yapısı oluşturmak ve yapısal reformları başlatmak amacıyla 5 Nisan 1994 tarihinde yeni bir istikrar programı uygulamaya konulmuştur. 5 Nisan Kararları konjonktürel (döviz kuru, ücret ve fiyat politikaları, Merkez bankası, bankacılık kesimi, sermaye piyasası ve kamu sektörüne yönelik önlemler) ve yapısal amaçlı önlemlerden (özelleştirme, KİT'lere ve sosyal güvenlik kuruluşlarına ilişkin düzenlemeler, idari ve mali düzenlemeler) oluşmuştur. Para politikası amaç değişkeni olarak enflasyon oranı alınmış, para arzı hedef değişken olarak seçilmiş, para politikası aracı olarak zorunlu karşılık oranının kullanılması ve para arzının öngörülen enflasyon oranında artırılması kararlaştırılmıştır. Bu dönemde esnek ve gerçekçi kur uygulamasına geçilmiştir.

1994 yılı para politikaları açısından incelendiğinde; kriz öncesi ve kriz sonrası olarak iki döneme ayrılabilir. Merkez Bankası, 1994 yılının ilk üç ayında döviz kurlarında görülen yüksek artışları piyasaya doğrudan döviz satarak, kamu kredilerindeki büyümenin neden olduğu fazla likiditeyi ağırlıklı olarak API yoluyla azaltmaya çalışmıştır.²³⁸

IMF ile yapılan Stand-By anlaşması doğrultusunda parasal bir çerçeve hazırlanmış ve Mayıs ayında yürürlüğe konulmuştur. Buna göre, Merkez Bankası'nın Net Uluslararası Rezervlerinin yıl sonuna kadar, Mart ayı sonu seviyesinin 1 milyar ABD doları üzerinde olması, Net İç Varlıkların da sırasıyla Eylül sonunda sabit fiyatlarla 285 trilyon, Aralık sonunda 293 trilyon olması hedeflenmiştir. Merkez Bankası bu program ile, öncelikle yılın ilk aylarında kaybettiği rezervleri kazanmayı hedeflerken, orta vadede fiyat istikrarını sağlamak için sıkı para politikasını uygulamaya koymuştur.

²³⁸ Kesriyeli, a.g.e., s. 25.

Bu dönemde para politikasının etkin bir şekilde uygulanması amacıyla mali piyasalara ilişkin düzenlemeler yürürlüğe konulmuş, Merkez Bankası ile Hazine ve diğer kamu kuruluşları arasında var olan kredi ilişkisi yeniden düzenlenmiştir. Buna göre; Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kullandığı krediler kısıtlanmıştır. Merkez Bankası Kanunu'nun ilgili maddesinde yapılan değişiklikle; daha önce genel bütçe ödenekleri toplamının yüzde 15'i olarak belirlenen Avans hesabı üst limiti, bir önceki mali yıl genel bütçe ödenekleri toplamını aşan tutarının 1995 yılı için yüzde 12'sini geçmemek üzere, 1996 yılı için yüzde 10, 1997 yılı için yüzde 6, 1998 yılı ve sonrası için yüzde 3 olarak belirlenmiştir. Ayrıca, parasal kontrolü artırabilmek ve piyasalarda istikrarı sağlayabilmek için; zorunlu karşılıklar ve dispoñibilite sistemi değiştirilerek bankaların tüm pasifleri üzerinden dispoñibilite uygulaması başlatılmış, döviz lehine çalışan zorunlu karşılık oranı TL lehine çevrilmiş, karşılıksız repo işlemlerini önlemek amacıyla geçici avans kredileri açılmış ve bankalardaki tasarruf mevduatının tamamı güvence altına alınarak bankalardaki mevduatlar artırılmaya çalışılmıştır. Ayrıca, Bankalar Kanunu'nda bankaların kuruluş, faaliyet ve öz kaynakları ile denetimlerinin yeni esaslara bağlanmasına ilişkin değişiklikler yapılmıştır.²³⁹

Sonuç olarak, 5 Nisan Kararları ile kısa vadeli amaçlara ulaşılmış, orta vadeli amaçlarla ilgili önemli adımlar atılmıştır. Yani, bankacılık sektöründe güven ortamının oluşması sonucu mali piyasalarda istikrar sağlanmış, ödemeler dengesi açığı fazlaya dönüşmüş, bunun sonucunda uluslararası döviz rezervleri rekor düzeyde artmış ve kamu açıkları bir önceki yıla göre önemli oranda azaltılmıştır. Fakat, 5 Nisan Kararlarının olumsuz etkileri daha büyük olmuştur. 5 Nisan Kararlarını izleyen dönemde ekonomide stagflasyonun ötesinde bir durgunluk yaşanmaya başlanmış, bazı sektörlerde depresyon benzeri durumlar ortaya çıkmış, GSYİH ve GSMH'da sırasıyla - yüzde 11.3 ve - yüzde 10.6'lık bir gerileme olmuştur.²⁴⁰

²³⁹ Hülya Ardıç, 1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosunda Yaratdığı Hareketlerin İncelenmesi, TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2004, ss. 228-230.

²⁴⁰ Öztürk, a.g.t, ss. 224-225

2.3.2.2. 1995-1999 Dönemi

1990'li yılların ikinci yarısına 1995 yılı sonunda yapılan erken seçimin yarattığı siyasi belirsizlik ortamı içinde girilmiş; IMF ile yapılan Stand-by anlaşmasının 1996 yılı başında sona ermesi, 1996 yılında Gümrük Birliği'ne girilmesi ve gelişmekte olan birçok ülkede ardı ardına yaşanan krizler (1994 Meksika, 1997 G. Doğu Asya ve 1998 Rusya krizleri) piyasalar üzerindeki belirsizlikleri daha da artırmıştır.

1995 yılı para politikasının hedefi, 1994 yılında yüzde 150 düzeyine yükselen enflasyonun düşürülmesi olmuştur. 1995 yılının ilk on ayında uygulanan para politikası, 1994 yılının ikinci yarısında uygulanan politikanın devamı niteliğini taşımıştır. 1995 yılının son iki ayındaki para politikası ise, seçimler nedeniyle ortaya çıkan belirsizlikleri ortadan kaldırmaya yönelik önlemler şeklinde gerçekleşmiştir. İlk on ayda uygulanan para politikasında, nominal çıpa olarak kurlar seçilmiş ve kur politikasının kredibilitelerini artırmak için de dış varlık artışına önem verilmiştir. Bunun yanı sıra dış varlık artışının parasal büyüklükler üzerinde yaratacağı baskıyı azaltmak amacıyla iç varlık artışına sınırlama getirilmiş ve API uluslararası rezerv artışının sterilizasyonunda kullanılmıştır.²⁴¹

Kur politikası açısından 1995 yılı 1999 yılına kadar uygulanacak bir stratejinin başlangıcı olmuştur. 1995 yılı başında IMF ile yapılan Stand-by anlaşması çerçevesinde, 1,5 Alman Markı ve 1 ABD doları olarak tanımlanan kur sepetinin, yine bu anlaşma çerçevesinde öngörülen aylık enflasyon oranları kadar artırılması hedeflenmiştir. Böylece 1995-1999 döneminde “gerçekçi” kur uygulanması başlamış, bir anlamda reel kurlar hedeflenmiştir. Ekim ayı ile birlikte ekonominin seçim atmosferine girmesi, piyasalarda öncelikle kurlar üzerinde yukarı doğru bir baskı yaratmıştır. Serbest piyasada döviz satarak kurların dengede tutulmasının güçleşmesi, Merkez Bankası'nın para politikasını yeni şartlara göre ayarlamasını zorunlu kılmıştır. Bu nedenle Merkez Bankası ileriye dönük olarak kur açıklamasına başlamıştır. 1995 yılı para programında; döviz kurlarını, Merkez Bankası'nın net

²⁴¹ Parasız, 2003, s. 517.

uluslararası rezervlerini ve net iç varlıklarını hedef alan bir politika benimsenmiştir. 1995 yılının ilk dokuz ayında hedefler gerçekleşmiş, uluslararası rezervlerdeki artış beklenilenin çok üzerinde olmuş, döviz kuru hızı kontrol altına alınmıştır.²⁴²

Merkez Bankası 1996 ve 1997 yıllarında ayrıntıları kamuya açıklanmayan para programı uygulaması gerçekleştirmiştir. 1996 yılında enflasyonla mücadeleye yönelik ciddi bir siyasi iradenin oluşmaması karşısında Merkez Bankası para politikasını enflasyonu düşürmek için değil, finansal piyasalarda istikrarı sağlamak için uygulamaya başlamıştır. Merkez Bankasının istikrar hedefi; piyasalarda oluşacak kısa süreli ve hızlı fiyat değişikliklerinin önlenmesi ve piyasalardaki belirsizliklerin azaltılması şeklinde iki başlık altında toplanmıştır.²⁴³ Merkez Bankası para programı, rezerv paranın kontrol edilmesini ve döviz kurlarındaki hareketlerin gözetimini amaçlamıştır. Ayrıca, iç varlık artışını sınırlamayı ve dış varlık karşılığı TL yükümlülükleri yaratmayı öngörmüştür. Merkez Bankası gerek döviz gerek TL piyasalarındaki fiyatların, ekonominin genel dengeleri ile uyum içinde gerçekleşmesini gözeterek, kısa dönemde oluşabilecek hızlı fiyat hareketlerinin önüne geçmeye çalışmıştır. Bu dönemde Merkez Bankası Kanunu gereği Hazine'ye açılan kısa vadeli avans sınırlandırılmış ve 1996 yılında kısa vadeli avans imkanı dışında hiçbir kamu kuruluşuna Merkez Bankası kaynaklı kredi kullanılmamıştır. Bu nedenle, iç varlık artışı Merkez Bankası kontrolünde ve düşük oranlı gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, 1996 yılında uluslararası rezervlerin yükselmesi, Merkez Bankası Net Dış Varlıklarında yüksek oranlı artışa neden olmuştur. Ekonomideki parasal büyüklüklerin temelini oluşturan değişken olarak kabul edilebilecek rezerv para artışı ise, enflasyon artışı ile paralel bir seyir izlemiştir.

1997 yılı para politikası, 1996 yılında olduğu gibi, temelde finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasını hedef almıştır. 1997 yılında Merkez Bankası'nın para politikası uygulamasında, operasyonel hedef olarak rezerv para değişkeni seçilmiştir. Merkez bankası rezerv para artışını kontrol altında tutarak, ekonomideki

²⁴² Parasız, 1998, s. 394.

²⁴³ Gazi Erçel, "1998 Yılı Para Politikası Uygulaması", **TCMB Basın Toplantısı**, Ankara, 1998, Erişim: 16.05.2006, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/p98matb.html>

parasal büyüklükleri kontrol altına almaya çalışmış ve rezerv paradaki artışı net dış varlıklardaki artışla ilişkilendirmeye çalışmıştır.

1997 yılı Temmuz ayında Hazine ve TCMB arasında imzalanan protokol gereği, Hazine kısa vadeli avans hesabını kullanmaktan tümüyle vazgeçmiştir. 1997 yılının genelinde Merkez Bankası Net Dış Varlıkları yüzde 195 oranında artış eğilimi göstermiş, Net İç Varlıklar yüzde 157 oranında daralmıştır. Net Uluslararası Rezervler 18.4 milyar dolar düzeyine çıkmıştır. ABD doları yüzde 90.5, döviz kuru sepeti yüzde 78 oranında artmıştır. Dönem boyunca döviz kurları beklenen enflasyon paralelinde hareket etmiş ve bankalararası para piyasasındaki faiz oranlarının hareketliliği azalmıştır. Bu dönemde, Merkez Bankası iç varlıklarının azalması, döviz pozisyonunun güçlenmesi ve rezerv para artışının sadece Net Dış Varlıklarındaki artış karşılığı yaratılması finansal piyasalarda istikrar hedefinin gerçekleştiğini göstermektedir.

Merkez Bankası, 1998 yılında, 1996 ve 1997 yılındaki para politikası uygulamalarında olduğu gibi hem enflasyon oranını düşürmeyi hem de mali piyasalarda istikrarı hedeflemiştir. 1998 yılı para programı uygulama sürecinde hedef ve öncelikler değiştirilmiş; yılın ilk yarısında enflasyonla mücadele, ikinci yarısında ise istikrar politikaları ağırlık kazanmıştır. Merkez Bankası yılın ilk üç ayı, ikinci üç ayı ve ikinci altı ayı için para programları açıklamıştır.²⁴⁴ 1998 yılının ilk üç ayı için açıklanan para programında rezerv para büyüklüğü hedeflenmiştir. Buna göre, rezerv para miktarının birinci üç aylık dönemde yüzde 18-20 aralığında ve ikinci üç aylık dönemde yüzde 14-16 aralığında büyümesi öngörülmüştür. Diğer taraftan bu rezerv para artışının kaynağının dış varlık artışı olması amaçlanmıştır. Sonuç olarak, rezerv para artış oranı ilk üç aylık dönemde yüzde 17.3 ve ikinci üç aylık dönemde yüzde 13.1 olarak gerçekleşmiştir. Rezerv para artışı, programda öngörülen biçimde Merkez Bankası'nın dış varlıklarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Para programı sayesinde mali piyasalarda istikrar sağlanması ve enflasyonla mücadelede iyi sonuçlar alınması kısa vadeli sermaye girişlerini hızlandırmış ve Merkez Bankası döviz rezervleri artmıştır.

²⁴⁴ Ardıç, a.g.t., s. 232.

1998 yılı para programının öncelikli amaçlarından biri olan enflasyonla mücadele konusunda 3 yıllık bir program uygulamaya konulmuş; bu program kapsamında enflasyon oranı 1998 yılı için yüzde 50, 1999 yılı için yüzde 20 ve 2000 yılı için tek haneli rakamlar olarak öngörülmüştür.

1998 yılının ilk altı ayında açıklanan hedeflere ulaşılması, programın başarısı için umut verici gelişmeler olarak değerlendirilmiş ve bu süreci bir adım daha ileri götürmek amacıyla IMF ile “Yakın İzleme Anlaşması” imzalanmıştır. Bu anlaşmanın para politikası ile ilgili maddeleri şu şekildedir:²⁴⁵

- Bankaların sermayelerinin güçlendirilmesi, denetimlerinin etkin hale getirilmesi ve açık pozisyonlarının sınırlandırılması için yasal önlemler alınacaktır.
- Para politikasının amaç değişkeni enflasyonla mücadele çabalarının sürdürülmesi olacaktır. Gerçekçi bir kur politikası uygulanacak ve döviz kuru enflasyon oranına paralel olarak arttırılacaktır.
- Para politikasının hedef değişkeni olarak alınan Net İç Varlıklarda gerçekleşecek bir büyüme Merkez Bankası'nın kamu sektörüne kredi açmayacağı esas alınarak belirlenecektir. Net İç Varlıklar kaleminin yıl sonu değeri eksi 1514 trilyon lira olacaktır.

1998 yılı Ağustos ayında yaşanan Rusya Krizi, Hazine'nin fon ihtiyacını uluslararası piyasalar yerine iç piyasalardan karşılaması, TL'ye olan talebi arttırmıştır. Bu olumsuz gelişmeler karşısında net iç varlıklar ara amacı revize edilerek 700 trilyon olarak açıklanmıştır. Merkez Bankası, piyasaları API aracılığıyla fonlamış ve yılın ikinci yarısında emisyon hacminde önemli artışlar olmuştur. Yılın bütünü göz önüne alındığında, program, temel amacı olan enflasyonun düşürülmesi konusunda başarılı olmuş, 1997 yılında yüzde 92 olan enflasyon oranı 1998 yılında yüzde 62'ye düşmüştür.

²⁴⁵ Şahinöz, a.g.e., ss. 265-266.

Merkez Bankası, 1999 yılında uyguladığı para politikasında, 1998 yılında olduğu gibi, enflasyonun kontrol altında tutulması ve mali piyasalarda istikrarı sağlama amacını belirlemiştir. 1998 yılı Ağustos ayında Rusya'da yaşanan ekonomik kriz ve 1999 yılının seçim yılı olması nedeniyle enflasyonun düşürülmesine yönelik uygulanacak programın başarısı için güçlü bir hükümete ihtiyaç duyulmuştur. Böylece seçim sonucunda geniş tabanlı güçlü bir hükümetin kurulması beklentisiyle, yürürlükteki Yakın İzleme Anlaşması'nın bir Stand-by anlaşması ile sonuçlandırılmasına çalışılmıştır.

1999 yılında enflasyonun kontrol altında tutulmasına öncelik verilerek, kur politikasının, bu amaca uygun olarak, hedeflenen enflasyonla tutarlı olmasına özen gösterilmiştir.²⁴⁶ Yaşanan belirsizliklerin yılın sonlarına doğru azalması ile birlikte, kur politikası, yıl sonu için hedeflenen enflasyona göre değil, gerçekleşen enflasyon dikkate alınarak yürütülmüştür. TÜFE enflasyonu 1999 yılında 1998'e göre 0.9 puanlık gerileme ile yüzde 68.8 ve TEFEE enflasyonu 1999 yılında bir önceki yıla göre 8.6 puanlık artışla yüzde 62.9 olarak gerçekleşmiştir. Merkez Bankası, istikrar amacına yönelik olarak, finansal kuruluşların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını API aracılığıyla karşılamıştır. Ayrıca oluşan dış şoklar karşısında faiz oranları serbest bırakılarak, sistemin ihtiyacı olan likidite sağlanmış ve TL'nin değerinin belirlenen kur politikası çerçevesinde oluşmasına çalışılmıştır.

2.3.3. 2000 Enflasyonu Düşürme Programı ve Sonrası Dönem

1999 yılının ilk yarısı seçim telaşı ve hükümet kurma çalışmalarıyla geçmiş ve bu dönemde ekonomide belirsizlik hakim olmuştur. IMF ile görüşmeler sonucunda, uygulanmakta olan Yakın İzleme Anlaşması'nın mali destekli bir Stand-by Anlaşması'na dönüştürülmesi amaçlanmış ve bu çerçevede, 2000-2002 dönemini kapsayacak olan bir enflasyonu düşürme programı uygulanması kararlaştırılmıştır. Programın temel amaçları şunlardır:

²⁴⁶ Önder, a.g.t., s. 216.

- Tüketici enflasyonunu, yapısal reformlarla desteklenen, birbiriyle tutarlı, güçlü, itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, gelir, para ve kur politikalarının eşgüdümlü uygulanması ile 2000 yılı sonunda yüzde 25, 2001 yılı sonunda yüzde 12 ve 2002 yılında yüzde 7'ye indirmek,
- Reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek,
- Ekonominin büyüme potansiyelini artırmak,
- Ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamak.

2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı, planlanan uygulamaların sadece enflasyonu düşürme hedefi ile sınırlandığı teknik bir belge olmamış, makro iktisadi ve sosyal alanları da etkilemeyi amaçlamıştır. Bu program çerçevesinde, devlet bir yandan tarım ve emek kesimi ile olan teşvik, destekleme ve sosyal güvenlik gibi sosyal-siyasi işlevlerini yeni bir yapıya kavuşturmayı amaçlamış, bir yandan da kamu maliyesi ve para otoritelerinin teknik işlevlerini ve sorumluluklarını sınırlamıştır.

2000 yılı ekonomik programı üç temel uygulama üzerine kurulmuştur:²⁴⁷

- Sıkı bir maliye politikası uygulanarak faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması,
- Enflasyon hedefiyle uyumlu gelirler politikası,
- Bu unsurların enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesine yapacağı katkıyı desteklemek ve ekonomik birimlere uzun vadeli bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve para politikası.

2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı'nda yapısal ve konjonktürel amaçlı kararlar alınmıştır. Programda, maliye politikasının hedeflerini desteklemek amacıyla özelleştirme uygulamalarına ek olarak tarımsal destekleme, sosyal güvenlik, kamu maliyesi ve bankacılık sisteminde denetim ve gözetim konularını içeren bir dizi yapısal nitelikli düzenleme yer almıştır. Konjonktürel amaçlı kararlar ise döviz kuru ve para politikası ile ilgili kararlardan oluşmuştur.

²⁴⁷ Gazi Erçel, 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması, TCMB, 1999, Erişim:01.06.2006, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprogram2/baskanmat5y.html>

2.3.3.1. 2000 Enflasyonu Düşürme Programı

2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı para ve döviz politikaları açısından daha somut politika dönüşümleri içermiştir. Burada ana hedef, para ve döviz kuru değişmelerini önceden ilan edilmiş bir takvime bağlayarak ulusal mal ve finans piyasalarında belirsizliğin azaltılması olmuştur. Bu çerçevede, 2002 yılına kadar uygulanması öngörülen döviz kuru politikası iki ana döneme ayrılmış, ilk 18 aylık dönemde uygulanacak olan döviz kuru politikası; enflasyon hedefine yönelik günlük kur ayarlaması esasına dayanmıştır. Öncelikle 1 ABD Doları + 0,77 Euro'dan oluşan bir sepet yaratılmış ve bu sepetin 2000 yılı sonuna kadar yüzde 20 oranında değer yitirmesi planlanmıştır. Programın ikinci 18 aylık dönemini kapsayan Temmuz 2001-Aralık 2002 aralığında "band" uygulamasına geçilmesi ve bandın toplam genişliğinin Aralık 2001 sonunda yüzde 7.5'e, Haziran 2002'de yüzde 15'e, Aralık 2002'de de yüzde 22.5'e yükseltilmesi öngörülmüştür. Band uygulaması sonrasında, döviz kurunun piyasa güçlerince belirlenmesi ilkesine geri döneceği açıklanmıştır.

Açıklanan kur politikasını desteklemek amacıyla, Merkez Bankası bilançosunda para tabanının değişimi sadece Net Dış Varlıklar (NDV) kalemindeki değişim ile sınırlandırılmıştır. Bu nedenle, Net İç Varlıklar (NİV) kalemine üst limit hedefleri konulmuş; ayrıca bankacılık sisteminin likidite taleplerinin karşılanabilmesi için zorunlu karşılık oranları azaltılmıştır. Buna göre, NİV stokunun Aralık 1999 seviyesinde sabit tutulması hedeflenmiş ve ilk üç aylık dönem sonunda toplam para tabanının +/- yüzde 5'ine eşdeğer bir band içinde seyretmesine izin verileceği açıklanmıştır. NİV büyüklüğüne koyulan tavan sınır ile Merkez Bankası'nın kamu kesimini fonlaması da sınırlanmıştır.

Programa göre, Merkez Bankası, bankacılık sistemine döviz cinsinden borçlanmak veya IMF kredisi kullanmak yoluyla para tabanını genişletemeyecektir. Merkez Bankası ancak kendisine dış yükümlülük doğurmayacak biçimde, örneğin bankalardan döviz satın alarak emisyon hacmini genişletebilecek ve dolaşıma TL banknot çıkarabilecektir. Para otoritesinin, para idaresini doğrudan doğruya döviz giriş-çıkışlarına bağımlı kılan bu mekanizmada Merkez Bankası bir "para kurulu"

olarak işlev görmeye başlamıştır.²⁴⁸ Merkez Bankası'nın uluslararası rezerv konumu önemli bir gösterge halini almış; bu nedenle programda Merkez Bankası'nın Net Uluslararası Rezervlerine taban sınır değerleri getirilmiş, dış borçlanmanın vade riskini asgari düzeyde tutmak amacıyla kısa vadeli borç stokuna tavan değerler konulmuştur. 2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı çeşitli yönlerden eleştirilmiştir. Para otoritelerine bağımsız bir faiz ve kur politikası izleme imkanı vermemesi ve spekülatif hareketlere karşı para programından “çıkış” mekanizmalarını öngörmemiş olması programın önemli eksikleri olarak görülmüştür.

2.3.3.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri

Türkiye, 2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı sonucu, 1998 yılının ikinci yarısından itibaren içinde bulunduğu daralma eğiliminden çıkarak, yeniden istikrar ve büyüme yoluna girmiştir. GSYİH 2000 yılının ilk çeyreğinde reel fiyatlarla yüzde 5.6, ikinci çeyreğinde yüzde 5.8, üçüncü çeyrekte ise yüzde 7.4 büyüme kaydetmiş, faiz oranları düşmüş, tüketim ve ithalat artmıştır.²⁴⁹ Enflasyon, Kasım ayı itibariyle yüzde 40'ın altına inmiştir. Bütün bu olumlu gelişmeler, “Kara Çarşamba” diye anılan 22 Kasım'dan başlayarak birdenbire tersine dönmüş ve mali piyasalar aniden sermaye çıkışlarından kaynaklanan bir para kriziyle karşılaşmıştır. Döviz girişlerinin birdenbire yön değiştirmesi sonucunda Merkez Bankası'nın net dış varlıkları gerilemiştir. Merkez Bankası net dış varlıklardaki gerilemenin para tabanında yarattığı sıkışmaların önüne geçebilmenin tek yolu olarak APİ ile piyasaya likidite sunmak zorunda kalmış, böylece Net İç Varlık sınırlama politikası terk edilmiştir. Parasal daralma mali piyasalarda da hemen hissedilmiş ve bankalararası gecelik faizler yüzde 2000'lere kadar yükselmiş, borsa endeksi yüzde 50'ye yakın değer kaybetmiştir.

Türkiye Aralık ayının sonlarına doğru kriz ortamından çıkmaya başlamıştır. 5 Ocak'ta Merkez Bankası döviz rezervleri yeniden 25 milyarın üzerine çıkmış ve Şubat krizine kadar da bu seviyenin altına inmemiştir. İnterbank gecelik faiz oranları

²⁴⁸ Yentürk ve diğerleri, a.g.e., ss. 213-218.

²⁴⁹ Ali Gürel, “Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi: Nedenleri ve Sonuçları”, **Finans Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 43, Sayı: 503, s. 43.

Ocak ayında yüzde 42'ye düşmüş, İMKB 100 endeksi değer kazanmıştır. Ancak bu olumlu gelişmeler 19 Şubat 2001'de yaşanan siyasi karmaşa ile son bulmuş, yeniden bir kriz sürecine girilmiştir. Yatırımcıların hızla dövize yönelmeleri sonucu döviz kuru üzerinde baskı artmış, Merkez Bankası krizi izleyen iki gün boyunca rezervlerini eritmek amacıyla piyasalara müdahale etmiş, 22 Şubat 2001 tarihinde ise döviz kuru çıpasını yürürlükten kaldırıp, dalgalı kura geçildiğini ilan etmek zorunda kalmıştır. Dalgalı kura geçiş kararından sonra dolar hızla yükselmiş, gecelik faiz oranları düşmüştür. Bu gelişmeler sonrasında 15 Mayıs 2001 tarihinde açıklanan ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı olarak adlandırılan yeni bir program yürürlüğe konulmuştur.²⁵⁰

2.3.3.3. 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Sonrası Dönem

Türkiye 2000 yılı boyunca uygulamış olduğu “kur çıpasına dayalı enflasyonu düşürme”^{*} programının ondört aylık bir süre içerisinde iki kez ekonomik krize uğramasının ardından 14 Nisan ve 15 Mayıs tarihlerinde iki aşamada açıkladığı yeni bir istikrar programını uygulamaya koymuştur.

2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın temel hedefi; sabit döviz kuru sisteminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırarak, kamu yönetiminin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapının oluşturulması çerçevesinde, kamu borçlarının sürdürülemez boyutlara varmasına neden olan “borç dinamiğini kırmak” olarak açıklanmıştır.

Merkez Bankası 15 Mayıs 2001 tarihinde para politikasının genel çerçevesini kamuoyuna açıklamıştır. 25 Nisan 2001 tarihinde T.C. Merkez Bankası Yasası'nda yapılan yeni düzenlemelerle Merkez Bankası'nın temel amacının fiyat istikrarı olduğu vurgulanmıştır. Döviz kuru rejiminin değişmesi ve kurun nominal çıpa olarak

²⁵⁰ Güloğlu, Altunoğlu, a.g.m.

* Kur çıpasına dayalı enflasyonu düşürme programında; yüksek enflasyona sahip ülke, parasını, düşük enflasyon geleneğine sahip ülke parasına sabitleyerek, o ülkeden düşük enflasyonu ithal etmeyi ve böylece ülke içinde fiyat istikrarını sağlamayı amaçlamaktadır.

kullanımına son verilmesi para politikası stratejisinin yeniden düzenlenmesini gerektirmiştir. Bu amaçla, bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ve dalgalı kur rejimi çerçevesinde, Türk Lirasının değerindeki hızlı düşüşün enflasyonist etkilerini sınırlandırmak amacıyla para politikasının daha aktif olarak kullanılması benimsenmiştir. Bu çerçevede, Net İç Varlıklar için tavan, Net Uluslararası Rezerv değişimi için taban değerler getirilmiş ve bunlar performans kriteri olarak belirlenmiştir. Döviz kuru çıpasının ortadan kalkması nedeniyle, Para Tabanı ara hedef ve nominal çıpa olarak belirlenerek, ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin oluşturulmasında bir kriter sağlanması amaçlanmıştır.

Kriz ortamı ve finansal piyasalardaki hızlı yapısal değişimlerin para talebi ve para tabanı tahminleri konusunda belirsizlikler oluşturması nedeniyle, programın nominal çıpası olarak belirlenen para tabanına gösterge niteliğinde dönemsel tavanlar getirilmiştir. Parasallaşmaya gidilmeyeceğinin bir göstergesi ve devalüasyonun enflasyonist etkilerinin sınırlandırılacağına işaret eden olarak, 2001 yılında para tabanının öngörülen enflasyon ve büyüme oranı çerçevesinde artırılması ve kısa vadeli faizlerin enflasyonist baskıları gidermek için aktif olarak kullanılması benimsenmiştir. Merkez Bankası'nın araç bağımsızlığına kavuşması ve önkoşulların oluşması ile birlikte enflasyon hedeflemesine yönelik para politikası uygulamasına başlanacağı da kamuoyuna duyurulmuştur.²⁵¹

Şubat 2001 dönemi sonrasında yürürlüğe konulan ve 2002 yılı başında 2002-2004 dönemini kapsayacak şekilde revize edilen Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile para ve kur politikasına yeni bir çerçeve çizilmiştir. Bu programa göre, gelecek dönem enflasyonuna odaklanan ve “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak nitelendirilen bir politika izlenmeye başlanmıştır. Bu politika ile, Merkez Bankası dalgalı kur rejimi altında bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını enflasyonla mücadelede temel politika aracı olarak kullanmakta, diğer yandan IMF ile yürütülmekte olan program çerçevesinde, parasal performans kriterleri ile gösterge niteliğindeki hedefleri gözetmektedir.²⁵²

²⁵¹ TCMB, Para Politikası Raporu, Ankara, 2001.

²⁵² Parasız, 2003, ss. 589-590.

Merkez Bankası 2002 yılında olduğu gibi 2003 yılında da, sadece döviz kurlarındaki her iki yöndeki aşırı dalgalanmaların önlenmesi amacıyla döviz kurlarının seviyesine yönelik olmayan sınırlı müdahalelerde bulunacağını, bunun yanı sıra, ters para ikamesi ve ödemeler dengesindeki olumlu gelişmeler doğrultusunda döviz rezervlerini artırmak için şeffaf döviz alım ihaleleri yapacağını açıklamıştır. Bu çerçevede, ters para ikamesi ve ödemeler dengesindeki gelişmeler nedeniyle piyasalarda oluşan döviz arz fazlası sonucu, uluslararası rezerv pozisyonunun güçlendirilmesi hedefiyle uyumlu olarak, 6 Mayıs 2003 tarihinde günlük döviz alım ihalelerine yeniden başlanmıştır. Döviz kurundaki aşırı oynaklığı azaltmak için ise piyasalara şeffaf ve sınırlı bir şekilde müdahale edilmiştir. Merkez Bankası, 2003 yılının ilk yarısında bütün parasal performans kriterlerini ve gösterge niteliğindeki hedefleri tutturmuştur. Bu gelişmeler doğrultusunda Merkez Bankası, politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını Nisan ayından itibaren beş kez indirerek, gecelik borçlanma faiz oranını yüzde 44'ten yüzde 29 seviyesine düşürmüştür.

Merkez Bankası 2004 yılında da dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesine devam etmiştir. Bu çerçevede parasal büyüklüklere de dikkat edileceği, ancak, önceliğin gerçekleşecek olan enflasyonun hedeflenen düzeye yakınsaması olacağı belirtilmiştir. Diğer bir deyişle, para tabanındaki gelişmeler, enflasyondaki düşüş eğilimi sırasında para talebinin tahminindeki güçlükler de dikkate alınarak, kesin bir hedef niteliğinden ziyade, gelecek dönem enflasyonuna dair içerdiği bilgiler açısından değerlendirilecektir.

Merkez Bankası 20 Aralık 2004 tarihli “2005 yılı para ve kur politikası” duyurusunda, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçileceğini, 2005 yılının geçiş dönemi olacağını ilan etmiştir.²⁵³ 2006 yılı para politikası raporunda ise şeffaflık ve hesap verebilirlik alanında atılacak yeni adımlar ile, uygulanacak olan para politikasının artık enflasyon hedeflemesi rejimi olarak tanımlanması gerektiği ortaya koyulmuştur. Kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilirliği ve iletişim açısından avantajları göz önüne alınarak, enflasyon hedefi

²⁵³ TCMB, Para Politikası Raporu, 2005-I

“nokta hedef” olarak belirlenmiştir. Toplumun her kesimi tarafından kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olması nedeniyle enflasyon hedefinin Tüketici Fiyat Endeksi üzerinden tanımlanması tercih edilmiştir. Program ve üç yıllık bütçe planlarıyla uyumlu olarak, 2006, 2007 ve 2008 için yıl sonu hedefleri sırasıyla yüzde 5, yüzde 4 ve yüzde 4 olarak belirlenmiştir.²⁵⁴

²⁵⁴ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, Sayı: 2005-56, 2005.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKALARI ÜZERİNE ETKİLERİNİN ANALİZİ

1. 1980 SONRASI FİNANSAL SERBESTLEŞME VE PARA POLİTİKALARI ÜZERİNE ETKİLERİ

Bu bölümde; Türkiye’de yaşanan finansal serbestleşmenin para politikası üzerindeki etkileri para politikası amaç, araç ve strateji tercihleri çerçevesinde ayrı ayrı ele alınacak, daha sonra finansal serbestleşme sürecinde uygulanan para politikalarının başarısı makro ekonomik göstergeler yardımıyla nicel olarak analiz edilecektir.

1.1. Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Amaç Tercihleri Üzerine Etkisi

Finansal serbestleşme uygulamaları, dünyada olduğu gibi, Türkiye’de de para politikası amaç tercihleri üzerinde etkili olmuştur. Türkiye’de yaşanan finansal serbestleşme sonrasında, Merkez Bankası’nın para politikası amaç tercihleri, ekonominin içinde bulunduğu makro ekonomik ortama uygun bir şekilde belirlenmeye çalışılmıştır. Bu süreçte, para politikası amaçlarından biri ya da ikisi ön plana çıkarken, diğerleri ikinci plana itilmiştir. Dünyadaki uygulamalara benzer bir şekilde, finansal serbestleşme sonrası uygulanan para politikalarında, özellikle fiyat istikrarı ve finansal piyasalarda istikrar hedefleri ön plana çıkmıştır. Ülkemizde para politikası amaç tercihlerine ilişkin gelişmeler ve finansal serbestleşmenin etkileri tarihsel süreç itibarıyla şöyle özetlenebilir;

Cumhuriyetin ilk yıllarında, paranın iç ve dış değeri büyük bir istikrar göstermiş; fakat, bu olumlu tablo 1929 yılında birdenbire tersine dönmüştür. Bu tarihten sonra para politikası alanında o zamana kadar sürdürülen pasif tutum bırakılarak, yönlendirici bir tutum izlenmeye başlanmıştır. 1930 yılında kurulan

Merkez Bankası'nın amacı, "ülkenin ekonomik gelişmesine yardımcı olmak" şeklinde belirlenmiştir. 1930'lu yıllarda tüm dünyada hakim olmaya başlayan ve devletin ekonomideki ağırlığını artırmaya yönelik yaklaşım, Türkiye'yi de etkilemiştir. Bu dönemde devletçi politikalar uygulanmış, bir yandan hızlı büyüme ve ekonomik kalkınma stratejisi izlenirken, öte yandan Türk parasının değerinin istikrarlı olması amaçlanmıştır. II. Dünya Savaşı sonrası dönemde ekonomik faaliyetlerin giderek yavaşlaması ve üretimin azalması sonucu yaşanan arz düşüklüğü yüksek oranlı enflasyona yol açmış, bu dönemde de fiyat istikrarı amacı önemini korumuştur.

1950 yılında yaşanan iktidar değişikliği sonrası, dünyada da hakim görüş olan Keynesgil politikalar ülkemizde de benimsenmiştir. Ekonomik kalkınma felsefesi önem kazanmış, fiyat istikrarı bir amaç olmaktan çıkmıştır.²⁵⁵ 1950'li yıllara kadar sıkı para politikası uygulanırken, sonrasında genişletici para politikaları uygulanmaya başlamıştır. Bu dönemde, Merkez Bankası kamu açıklarının finansmanını sağlayan bir kuruluş haline gelmiş, fiyat istikrarı amacı gözardı edilmiştir. 1960'lı yıllarda para politikası amaç fonksiyonu daha açık bir şekilde ortaya konulmuş, para politikaları kalkınma planları çerçevesinde uygulanmıştır. Birinci ve İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda para politikasının amacı; fiyat istikrarını ön plana alan ekonomik gelişmeyi sağlamak şeklinde belirlenmiş, Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda ise, emisyon hacmini kısıtlayıcı bir para politikası uygulanmıştır.²⁵⁶ 1970'li yıllarda sürekli artan kamu kesimi açıklarının parasal genişleme ile finansmanı, ödemeler dengesi krizine ve enflasyonun hız kazanmasına neden olmuştur.

24 Ocak Kararları ile birlikte ekonomide yaşanan yapısal dönüşüm, para politikasını da etkilemiş, 1980 sonrası para politikaları bu kararlar çerçevesinde şekillenmiştir. Söz konusu kararlar tek bir amacı gerçekleştirmeye yönelik olarak uygulanmamış, aksine, birden fazla amaca ulaşılmaya çalışılmıştır. 1980 sonrası dönemde, enflasyon, 1970'li yılların ikinci yarısında giderek şiddetlenmesi

²⁵⁵ Parasız, 2003, s. 110.

²⁵⁶ İlhan Uludağ, **Türkiye Ekonomisi: Teori- Politika-Değerlendirme**, Bilmen Basım ve Yayınevi, İstanbul, 1990, ss. 376-378.

nedeniyle, öncelikli sorun olarak ele alınmıştır. Pozitif reel faiz politikası ile bir taraftan para talebini yükselterek fiyat istikrarı amacına ulaşılmaya çalışılmış, diğer taraftan kaynak dağılımındaki bozuklukları düzelterek ekonomik büyüme amacı gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. 1984 yılında ise, enflasyon hızını yavaşlatmak ve ödemeler dengesini iyileştirmek amacıyla sıkı para politikası uygulanmaya başlanmıştır. Kısacası, 1980-1986 yılları arasında uygulanan para politikalarında, fiyat istikrarı birinci amaç olarak ele alınmış, bunun yanı sıra ekonomik büyüme ve ödemeler dengesi amaçlarına da ulaşılmaya çalışılmıştır. 1986 yılında para politikaları uygulamaları açısından farklı bir döneme girilmiş, ticari bankaların Türk Lirası cinsinden rezervlerinin kontrolüne dayalı bir para politikası izlenerek, faiz politikasının etkinliğini artırma ve para arzını kontrol altına alma amacı güdülmüştür.

1989 yılında yaşanan finansal serbestleşme ile birlikte döviz işlemlerinin ve sermaye hareketlerinin liberalleşmesi, mali piyasalarda istikrarsızlığı artırmış, para politikası uygulamalarını da karmaşık ve güç bir hale getirmiştir. Finansal serbestleşme sonucunda, TL'nin konvertibl hale gelmesi ve yüksek faizler, spekülasyon sermaye akımlarını artırmıştır. Sermaye hareketlerindeki bu gelişme sonucu döviz kurları ve faizler hızla yükselmeye başlamış, hükümetin para arzı, faiz haddi ve döviz kuru belirleme konusundaki etkinliği sınırlanmıştır. 1990-1993 yılları arasında uygulanan para politikalarında; döviz kurlarının belli bir seviyenin üzerine çıkmasını engelleme ve finansal piyasalarda istikrarı sağlama amacı ön plana çıkmıştır.

1994 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrası uygulamaya konulan 5 Nisan Kararlarında para politikası amaç değişkeni olarak enflasyon oranı seçilmiş, döviz kuru istikrarına dayanan bir program benimsenmiştir. 1995 yılında uygulanan para programı 1994 yılı para programı ile benzer amaçları hedeflemiş, 1996-1999 yılları arasında ise finansal piyasalarda istikrar amacı ön plana çıkmıştır. Kısacası, finansal serbestleşme sonrası dönemde döviz cinsinden banka mevduatlarının artması, kamu açıklarındaki yükseliş ve artan politik istikrarsızlık vb. faktörler nedeniyle Merkez Bankası'nın para politikası amacı, fiyat istikrarının sağlanmasının ötesinde finansal piyasalarda istikrarı sağlamak olarak belirlenmiştir.

1999 yılında IMF ile imzalanan anlaşma sonucu oluşturulan 2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı, ulusal mal ve finans piyasalarında belirsizliği azaltılmayı ve enflasyonu düşürmeyi hedeflemiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonrası yürürlüğe giren 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programında ise, Merkez Bankası'nın temel amacı, kısa vadede mali piyasalarda istikrarı sağlamak, orta vadede ise fiyat istikrarını gerçekleştirmek olarak belirlenmiştir.

25 Nisan 2001 tarihinde T.C.M.B. Kanunu'nda yapılan yeni düzenlemeye göre; Banka'nın temel görev ve yetkilerini açıklayan 4. madde şu şekilde düzenlenmiştir:²⁵⁷

“Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümet'in büyüme ve istihdam politikalarını destekler.”

Söz konusu yasa değişikliği sonucu araç bağımsızlığını kazanan Merkez Bankası 2002 yılı ve izleyen yıllarda da para politikasının temel amacı olarak fiyat istikrarını seçmiştir. Birincil ve öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olan Merkez Bankası, bu amaca ulaşabilmek için enflasyon hedeflemesi stratejisine geçileceğini açıklamıştır. Merkez Bankası bu rejim ile birlikte, “düşen enflasyon” sürecinden “fiyat istikrarı” sürecine doğru ilerlemeyi planlamıştır. Enflasyon hedeflemesine geçiş aşamasında; önce örtük enflasyon hedeflemesi (2001-2005 dönemi) rejimi uygulanmış, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir.

Kısaca ifade etmek gerekirse; 1980'li yıllarda uygulanan para politikalarında fiyat istikrarı başta olmak üzere ödemeler dengesi ve büyüme amaçları ön plana çıkmıştır. 1989 yılında yaşanan finansal serbestleşmenin neden olduğu ekonomik belirsizlik ortamı para politikası amaç önceliklerini değiştirmiş, 1990'lı yıllarda

²⁵⁷ **Türkiye Bankalar Birliği**, Erişim:19.06.2006
<http://www.tbb.org.tr/turkce/kanunlar/tcmb/TCMB%20Kanunu.doc>

finansal piyasalarda istikrar amacı önem kazanmıştır. 1990'lı yıllarda yaşanan gelişmeler ve 2000'li yılların başında ardarda yaşanan ekonomik krizler sonucu para politikasında köklü reformlar gerçekleştirilmiş, fiyat istikrarı temel amaç olarak belirlenmiştir.

1.2. Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Araç Tercihleri Üzerine Etkisi

Dünya'da ve Türkiye'de uygulanan para politikaları ile bu politikalar çerçevesinde kullanılan para politikası araçlarının gelişimi büyük ölçüde benzerlik göstermektedir. Çalışmamızın ikinci bölümünde vurgulandığı gibi, 1980 öncesi dönemde, özellikle gelişmekte olan ülkelerde faiz ve kredi kontrolleri gibi dolaysız araçlar ön plana çıkarken, 1980-1988 dönemi dolaysız araçlardan dolayı para politikası araçlarına geçiş süreci olmuş, finansal liberalizasyon hareketlerinin hızlanmaya başladığı 1988 sonrası dönemde ise piyasa bazlı dolaylı para politikası araçlarının kullanımı yaygınlaşmıştır. Türkiye'de de aynı süreç yaşanmış, finansal serbestleşme sonucu piyasa bazlı dolaylı para politikası araçlarının önemi giderek artmıştır.

Türkiye'de, 1930'lu yıllardan 1950'li yıllara kadar olan dönemde temel para politikası aracı, Merkez Bankası'nın kendi belirlediği reeskont oranları olmuş, ayrıca bu dönemde kredi kontrolleri de önem kazanmıştır. Para politikasının kalkınma planları çerçevesinde uygulandığı ve ithal ikameci politikaların izlendiği 1960'lı ve 1970'li yıllarda ise dolaysız para politikası araçlarından faiz ve kredi kontrolleri, dolaylı para politikası araçlarından reeskont ve zorunlu karşılıklar kullanılmıştır. Bu dönemlerde faiz oranlarının kamu otoritesi tarafından belirlenmesi nedeniyle açık piyasa işlemleri kullanılamamıştır.

Türkiye'de 1980 öncesi dönemde, kararlı ve düşük oranlarındaki bir faiz sisteminin yatırımları harekete geçirerek ekonomik kalkınmayı hızlandıracağı ve tasarrufların faiz oranlarına karşı esnek olmadığı şeklindeki Keynesgil düşünceden hareketle, faiz oranları kontrol altında tutulmuştur. Fakat, sözü edilen faiz politikası işlevlerini yerine getirememiş, reel faiz oranları yüksek oranlı enflasyon dolayısıyla

negatife dönmüştür. Bu durumda, faiz, tasarrufların ve yatırımların yönlendirilmesinde bir araç olmaktan çıkmıştır. Ayrıca, bu dönemde selektif kredi politikaları uygulanmış, belirli sektörler için faiz ayrıcalıkları getirilmiştir. Hızlı enflasyonun faiz oranlarını anlamsızlaştırması nedeniyle nominal faiz oranlarındaki farklılaşmalar kredi dağılımını yönlendirecek biçimde sistemi etkileyememiştir. Türkiye 24 Ocak 1980 kararları ile birlikte finansal serbestleşme yönünde kararlar almış, bu bağlamda, ilk olarak faiz kontrolü politikasından vazgeçilmiş ve faiz oranları serbest bırakılmıştır. İzleyen yıllarda Banker Krizinin ortaya çıkması sonucu Merkez Bankası yeniden faiz oranı kontrolleri uygulamasına başlamış, faizler üzerindeki tüm kısıtlamalar ancak 1988 yılında kaldırılmıştır.

1980'li yıllarda da para politikası aracı olarak zorunlu karşılıklar ve reeskont oranları kullanılmış, 1984 yılının ikinci yarısında para arzının genişlemesini yavaşlatmak amacıyla reeskont kredilerindeki çeşitlilik azaltılarak ihracata yönelik reeskont kredilerine öncelik verilmeye başlanmış ve selektif kredi uygulamasının kapsamı daraltılmıştır. Mayıs 1985 tarihinde Hazine, ihaleli bono ve tahvil satışına başlamış, dispoñibilite ve zorunlu karşılıklar daha etkin şekilde düzenlenmiştir.

1986 yılı para politikası açısından önemli gelişmelerin yaşandığı bir yıl olmuştur. Merkez Bankası Nisan 1986'dan itibaren kendisinin doğrudan doğruya müdahale edebileceği interbank faiz oranlarını operasyonel amaç olarak seçmiş ve böylece interbank bankalararası para piyasası uygulamaya konulmuştur. Bankalararası para piyasasının işlemeye başlaması ile nakit ihtiyacı olan bankaların, nakit fazlası olan bankalardan kaynak sağlayabilecekleri bir mekanizma kurulmuştur. Bu piyasa, rezerv yönetimini kolaylaştırmış, ayrıca Merkez Bankası'nın bu piyasayı faiz ve işlem hacmi olarak izlemesine ve para politikasını yönlendirmede gerekli sinyalleri almasına olanak sağlamıştır.

Bankalararası para piyasasının işlemeye başlaması açık piyasa işlemlerini ön plana çıkarmış, 1987 yılından itibaren açık piyasa işlemleri kullanılmaya başlanmıştır. Bu uygulamaların, parasal kontrol mekanizmalarının rezerv para kontrolünü tamamlayıcı yönde gelişmesini sağlaması ve böylece bankaların likit

rezervlerinin kontrolünde Merkez Bankası'nın zorunlu karşılıklar, disponibl değerler ve reeskont dışında ek kontrol araçları geliştirmesine yardımcı olması amaçlanmıştır.²⁵⁸ Bunun yanı sıra, menkul kıymet yatırım fonu, gelir ortaklığı senedi, dövizde endeksli senetler ve kar/zarar ortaklığı senetleri gibi yeni mali araçlar sisteme kazandırılmış, özel kesim tahvillerinin faiz oranları serbest bırakılmıştır.²⁵⁹ Kısacası, 1980 yılında uygulanmaya başlayan serbestleşme politikaları para politikaları araçlarını etkilemiş, faiz ve kredi kontrolleri aşamalı olarak kaldırılırken, reeskont kredileri ağırlıklı olarak ihracata yönelik olarak kullanılmış, açık piyasa işlemleri ve piyasa bazlı araçlar önem kazanmaya başlamıştır.

1989 yılında yaşanan gelişmeler finansal piyasaları önemli ölçüde etkilemiş, finansal serbestleşme uygulamaları sonrası dolaylı para politikası araçlarından piyasa bazlı araçlara ağırlık verilmeye başlanmış, orta ve uzun vadeli reeskont uygulamasına son verilmiştir. Benimsenen yeni kredi politikasına göre, Merkez Bankası reeskont olanakları, bankacılık kesiminin likiditesini ayarlamak amacıyla açılan kısa vadeli kredilerle sınırlandırılmıştır. 1989 yılına kadar kalkınmanın finansmanını sağlamak amacıyla kullanılan reeskont kredileri, 1989 sonrası sadece para politikasının yürütülmesi amacıyla kullanılacak bir araç haline getirilmiştir. 1993 yılından sonra ise reeskont kredilerinin Merkez Bankası bilançosu içindeki payı oldukça azalmış, buna karşılık bankaların ellerindeki senetlerin artırılması amacıyla Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK) ihraç edilmeye başlanmıştır.

1994 yılına kadar zorunlu karşılıklar ve disponibilite yükümlülüğünün büyük ölçüde TL mevduatlarına uygulanması, bankaların TL mevduatı dışında yarattıkları fonların kontrolünü zorlaştırmış ve 1994 yılından sonra bu yükümlülükler bankaların bütün taahhütlerine yaygınlaştırılmış, bu uygulama söz konusu araçların daha etkin kullanılmasını sağlamıştır. Finansal serbestleşme sonrası, açık piyasa işlemleri uluslararası rezerv artışının sterilizasyonu amacıyla sıkça kullanılan bir araç haline gelmiştir.

²⁵⁸ Parasız, 2003, ss. 320-322.

²⁵⁹ Akçay, a.g.t., s. 159.

1990'lı yıllarda kamunun Merkez Bankası kredilerinden yararlanmaya başlaması nedeniyle Merkez Bankası araç bağımsızlığını yitirmeye başlamıştır. 2000 ve 2001 yılında yaşanan krizler sonrasında yapılan değişikliklerle, 2001 yılından itibaren geçerli olmak üzere, kamu sektörüne kredi açılmayacağı ve birincil piyasadan Devlet İç Borçlanma Senetleri satın alınmayacağı yasal düzenlemelerle güvence altına alınmıştır.

2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin ardından uygulamaya konulan programın önceliklerinden biri de bankacılık kesiminin yeniden yapılandırılması olmuştur. Bu çerçevede 22 Şubat sonrası dönemde, para politikası uygulaması açısından en önemli gelişme olan kamu bankaların ve TMSF bünyesindeki bankaların, özellikle gecelik faiz piyasalarında oluşturdukları baskının ortadan kaldırılması operasyonu başlatılmıştır. Hazine ile eşgüdümlü olarak yürütülen bu operasyon sonucunda piyasada ortaya çıkan çok büyük miktardaki likidite fazlası ise Merkez Bankası tarafından İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Repo-Ters Repo Pazarı'nda açık piyasa işlemleri aracılığıyla gerçekleştirilen ters repo işlemleri, Bankalararası Para Piyasasındaki alım yönlü işlemler ve döviz satım işlemleri yoluyla çekilmeye başlanmıştır. Bu doğrultuda, söz konusu operasyon açık piyasa işlemlerinin ve bankalararası para piyasasında Merkez Bankası'nın taraf olduğu işlemlerin uygulanmakta olan para politikası içerisinde rolünü büyük ölçüde belirleyen bir nitelik kazanmıştır.

2001 tarihinde yapılan düzenlemelerle enflasyonun düşürülmesine yönelik politika araçlarının TCMB tarafından belirlenmesine ilişkin araç bağımsızlığı yasa ile güvence altına alınmış ve buna dayanarak kısa vadeli operasyonel faiz oranları para politikası aracı olarak belirlenmiştir. Merkez Bankası kendisinin kontrol edebileceği kısa vadeli operasyonel faiz oranlarını belirleyerek piyasadaki diğer faizleri de etkilemeyi amaçlamıştır.

2002 yılı para programında da enflasyonla mücadelede kısa vadeli faiz oranlarındaki dalgalanmaların dar bir aralıkta sınırlandırılması gerektiği, bu çerçevede API'nin etkin bir şekilde kullanılması kararı alınmıştır.

Merkez Bankası, 2003 yılında temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını gelecek dönem enflasyonunu belirleyen unsurları göz önünde bulundurarak belirlemeye devam etmiştir. Bankalararası para piyasası ve açık piyasa işlemleri yoğun olarak kullanılmıştır. API portföyüne birinci ve ikinci piyasadan doğrudan alım işlemi yapılmamış, yapısal likidite fazlası nedeni ile işlemler ters repoda yoğunlaşmıştır.²⁶⁰

2004 yılında da dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesine devam edilmiştir. Fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda yürütülen likidite yönetimi stratejisinde önemli bir değişikliğe gidilmemiştir.²⁶¹

2005 yılında kısa vadeli faiz oranları temel para politikası aracı olarak kullanılmakla birlikte, IMF ile yürütülmekte olan program çerçevesinde, parasal performans kriterleri ile gösterge niteliğindeki hedefler de gözetilmiştir. Buna göre, NUR için taban, Para Tabanı ve NİV için tavan olarak belirlenen performans kriteri ve gösterge niteliğindeki hedefler izlenmiştir.²⁶²

Kısaca özetlemek gerekirse, Türkiye’de yaşanan finansal serbestleşme süreci para politikası araç tercihlerini önemli ölçüde etkilemiştir. Sermaye hareketlerinin kontrol edildiği, ekonominin genelinde kamu müdahalesinin yoğun olduğu ve finansal piyasaların yeterince gelişmediği 1980 öncesi dönemde, dolaysız para politikası araçları ön plana çıkmış, 1980-1988 yılları arasında dolaysız araçlardan dolaylı araçlara geçiş süreci yaşanmış, sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştiği ve piyasa mekanizmasının etkinliğinin artırıldığı 1989 sonrası dönemde ise açık piyasa işlemleri gibi piyasa bazlı dolaylı para politikası araçları belirgin bir şekilde ön plana çıkmıştır.

²⁶⁰ TCMB, Yıllık Rapor 2003, Ankara, 2004

²⁶¹ TCMB, Yıllık Rapor 2004, Ankara, 2005

²⁶² TCMB, Yıllık Rapor 2005, Ankara, 2006

1.3. Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Strateji Tercihleri Üzerine Etkisi

1970’li yıllarda tüm dünyada enflasyon oranlarının hızla yükselmesi ile birlikte fiyat istikrarı amacının ön plana çıkması, alternatif para politikası stratejilerini gündeme getirmiştir. 1970’li ve 1980’li yıllarda ağırlıklı olarak döviz kuru ve parasal hedefleme stratejileri kullanılmış, 1990’lı yıllarda enflasyon hedeflemesi stratejisi, enflasyonu düşürme ve fiyat istikrarını sağlama konusunda etkili olmuştur.

Türkiye’de finansal serbestleşme öncesi uygulanan para politikaları, herhangi bir stratejiye bağlı olmaksızın, ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda genişletici ya da sıkı bir şekilde uygulanmış, herhangi bir nominal hedef belirlenmemiştir. 1960’lı yıllardan sonra kalkınma planları çerçevesinde uygulamaya konulan para politikaları, 1990’lı yıllara gelindiğinde para programları çerçevesinde çıplar yardımıyla uygulanmıştır. 1990’lı yıllarda enflasyonu düşürmek ve kontrol etmek için çıpa olarak parasal büyüklükler ve döviz kuru seçilmiştir. 2000’li yıllara gelindiğinde ise enflasyonun kendisi bir çıpa olarak kullanılmaya başlanmış, enflasyon hedeflemesi temel strateji olarak belirlenmiş, bir geçiş uygulaması olarak önce örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmıştır.

Türkiye’de 1980 sonrası dönemde başlayan serbestleşme hareketleri ve 1989 yılında sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırılması ile birlikte, mali piyasalar dışsal şoklara açık hale gelmiş ve piyasalarda belirsizlik hakim olmaya başlamıştır. Böyle bir ortamda Merkez Bankası para ve finans piyasalarında istikrarı sağlamaya yönelik olarak parasal hedefleme stratejileri uygulamaya başlamıştır. Merkez Bankası böyle bir uygulamayla ekonomi konusundaki tahminlerini kamuoyuna duyurarak piyasa beklentilerini yönlendirilmeyi amaçlamıştır. Bu doğrultuda, 1985 yılında başlayan para programı çalışmaları 1990’lı yıllarda da devam etmiştir.

1990 öncesi dönemde uygulanan para programları gerekli altyapının oluşturulamamış olması nedeniyle kamuoyuna açıklanmamıştır. Merkez Bankası

finansal serbestleşmenin M1 ve M2 gibi parasal büyüklükleri belirsiz hale getirmesi gerekçesiyle 1990-1993 yılları arasındaki para programlarında; Merkez Bankası Parası, Toplam İç Varlıklar, Toplam Dış Varlıklar ve Merkez Bankası Bilanço Büyüklüğü'nü hedef değişken olarak seçmiştir. Kamu açıklarının artması ve bu açıkların kapatılması amacıyla Merkez Bankası kaynaklarına başvurulması nedeniyle, 1990 yılı hariç, bilanço büyüklüklerinin artışı kontrol edilememiştir. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrası alınan 5 Nisan 1994 kararlarında; çıpa olarak döviz kuru seçilmiştir.

1995 yılında IMF ile yapılan Stand-by anlaşmaları gereği enflasyonla mücadele konusunda döviz kurları nominal çıpa olarak kullanılmaya devam edilmiştir. Kur politikasının kredibilitesini artırmak için dış varlık artışına önem verilmeye başlanmış, varlık artışının parasal büyüklüklerde ortaya çıkaracağı baskıyı azaltmak için iç varlık artışına sınırlama getirilmiştir. Merkez Bankası 1996 yılında bilanço büyüklüklerini ve Merkez Bankası Parası'nı çıpa olarak kullanmaktan vazgeçmiş, 1996, 1997 ve 1998 yılı para programlarında rezerv paranın kontrol edilmesini hedeflemiştir. Bu programlarda net iç varlıklar sınırlandırılmış, rezerv paradaki artış, dış varlıklardaki artışla ilişkilendirmeye çalışılmıştır. 1999 yılında IMF ile yapılan görüşmeler sonucu 2000-2002 dönemini kapsayacak yeni bir para programı hazırlanmış, kur politikası; yönlendirilmiş kur politikasından enflasyonu hedef alan kur politikasına dönüşmüştür. 2000 yılı Ocak ayından 2001 yılı Temmuz ayına kadar döviz kuru ve net iç varlıklar çıpa olarak belirlenmiştir. Bu politika 2000 yılı Ekim ayına kadar başarılı ile uygulanmış, ancak Kasım ayında patlak veren kriz ve kurların aşırı değerlenmesi ile artan ödemeler dengesi açığı kur çıpasının olumsuz yönünü ortaya çıkarmıştır.

2001 yılında döviz çıpası uygulamasından vazgeçilmiş, kurlar serbest bırakılmış ve Merkez Bankası para politikası kökten değişmiştir. 2001 yılı Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile, 2000 yılı öncesinde olduğu gibi, parasal büyüklükler hedeflenerek, bir yandan enflasyon düşürülmeye, diğer yandan da bankacılık sistemi yeniden yapılandırılmaya çalışılmıştır. Para tabanı bir ara hedef olarak belirlenerek nominal çıpa işlevini 2001 yılı boyunca sürdürmüştür. Program önce örtük enflasyon

hedeflemesi rejimi ile enflasyonu tek haneli rakamlara indirmeyi ve sonrasında doğrudan enflasyon hedeflemesi rejimine geçerek, fiyat istikrarını sağlamayı planlamıştır. Yine, IMF ile yapılan Stand-by anlaşması doğrultusunda, 2002-2004 yıllarını kapsayan yeni ekonomik programın ilkeleri belirlenmiştir. Bu programda 2003 ve 2004 yılları için enflasyon oranları öngörülmüş, parasal taban operasyonel hedef olarak seçilmiştir. Fakat, daha sonra Merkez Bankası para tabanının hesaplanmasındaki güçlükleri hesaba katarak, faiz oranlarını da operasyonel amaç olarak kullanabileceğini, böylece ikili bir stratejiyi benimsediğini açıklamıştır. Yani, Merkez Bankası 2002-2004 yılları arasında, 2001 yılında olduğu gibi, örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamıştır. Öte yandan, Nisan 2005 tarihinde sunulan Niyet Mektubunda, Mayıs 2005 ile Mayıs 2008 tarihleri arasında kapsayan yeni bir Stand-by anlaşması talep edilmiş ve 2006 yılı başından itibaren “açık enflasyon hedeflemesine” geçileceği belirtilmiştir.

Kısaca özetlemek gerekirse; Türkiye’de yaşanan finansal serbestleşme hareketleri para politikasının kontrolünün doğrudan yöntemlerden dolayı yöntemlere kaydırılmasını gerektirmiş, bu amaçla hedefleme stratejileri uygulanmaya başlamıştır. Türkiye’de 1990-2000 yıllarında uygulanan para politikalarında, Merkez Bankası, dolaylı para politikası araçları ile bilanço büyüklüklerinden faize kadar birçok değişkeni etkilemeye çalışmıştır. Merkez Bankası 1990-2000 arasında kur çıpası ve parasal büyüklükleri hedefleyerek enflasyonu kontrol etmeye çalışmış ve para yaratma sürecini, dış varlıklara dayandırmak istemiştir. Fakat, 1990’lı yıllarda yaşanan ödemeler dengesi açıkları, devasa kamu borçları, para ikamesi ve sermaye hareketlerinin aşırı oynaklığı gibi sorunlar Merkez Bankası’nın operasyonel hedeflerini veya performans kriterlerini anlamsız hale getirmiştir.

Sonuç olarak, Merkez Bankası, enflasyonu düşürmek için kullandığı parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi stratejilerinde başarılı olamamış, enflasyon oranlarının yüksek olması sebebiyle önce örtük enflasyon hedeflemesi daha sonra açık enflasyon hedeflemesi (2006) uygulamaya başlamıştır.

2. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKALARI ÜZERİNE ETKİLERİNİN NİCEL ANALİZİ

Çalışmamızın bu bölümünde; Türkiye’de gerçekleştirilen finansal serbestleşmenin para politikası amaç, araç ve strateji tercihlerini hangi yönde etkilediği konusu sayısal veriler yardımıyla analiz edilmeye çalışılacaktır. Açıklamalarımızda dikkate alınacak veri setleri 1980-2005 yıllarını kapsamakta olup, para politikası ile ilgili gelişmelere dönemler itibariyle de (1980-1989, 1990-1999 ve 2000-2005) yer verilmiş, böylece finansal serbestleşmenin para politikası üzerine etkileri karşılaştırmalı olarak ortaya konulmaya çalışılmıştır.

2.1. Amaç Değişkenler Açısından

Daha öncedeki bölümde ifade edildiği gibi, para politikasının fiyat istikrarı, tam istihdam, iktisadi büyüme, ödemeler dengesi, faiz istikrarı, kur istikrarı ve mali piyasalarda istikrar sağlama gibi amaçları bulunmaktadır. Çalışmamızın bu bölümünde; Türkiye’de finansal serbestleşme sonrası bu amaçların hangilerinin ön plana çıktığı ve bu amaçlara ulaşıp ulaşılamadığı, ilgili değişkenler yardımıyla açıklanmaya çalışılmıştır.

2.1.1. Fiyat İstikrarı Açısından

1970’li yıllardan sonra enflasyonist eğilimlerin ekonomik yapı üzerindeki yıkıcı etkileri açık bir şekilde görülmüş ve para politikasının en temel amacı fiyat istikrarı olmaya başlamıştır. Dünyadaki uygulamalara benzer bir şekilde, Türkiye’de finansal serbestleşme sonrası uygulanan para politikalarında, fiyat istikrarı amacı ön plana çıkmıştır.

Enflasyon oranlarındaki gelişmeyi Tablo 8 yardımıyla ayrıntılı bir şekilde incelemek mümkündür. Tablodan da anlaşılacağı gibi; Türkiye’de de enflasyon oranları yüksek seviyelerde ve istikrarsız bir seyir izlemiştir. Kriz yıllarında (1980, 1994 ve 2001) uygulanan şok politikalar, enflasyonu düşürmede kısa vadede etkili

olmuş, fakat, uygulanan programların devamının getirilememiş olması ve enflasyonun altında yatan yapısal sorunların çözülememesi nedeniyle enflasyon oranları yeniden yükselmiştir. Yani, son yirmi beş yıllık dönem içinde, fiyat istikrarı açısından bir iyileşme sağlanamamıştır.

TABLO 8. ENFLASYON ORANLARININ GELİŞİMİ (%)

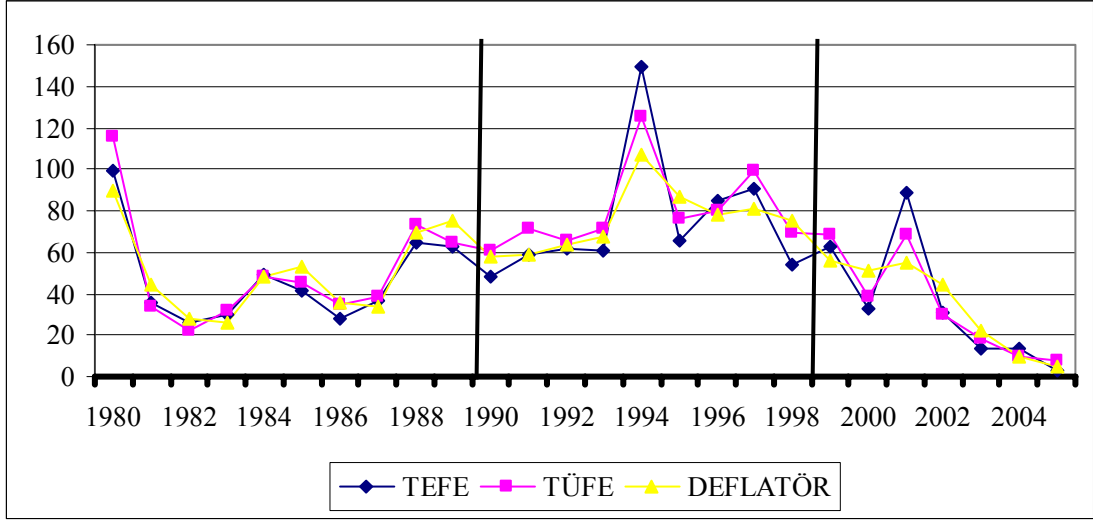
Yıllar	TEFE	TÜFE	Deflatör
1980	98,8	115,6	89,6
1981	35,5	33,9	44,3
1982	26,5	21,9	28,3
1983	29,7	31,4	26
1984	49,5	48,4	48,5
1985	41,6	45,0	52,9
1986	27,9	34,6	35,6
1987	36,8	38,9	33,5
1988	64,6	73,7	69,7
1989	62,3	64,3	75,5
1990	48,6	60,4	57,6
1991	59,2	71,6	59,2
1992	61,4	66,0	63,5
1993	60,3	71,1	67,4
1994	149,6	125,5	107,3
1995	65,6	76,0	87,2
1996	84,9	79,8	78
1997	91,0	99,1	81,2
1998	54,3	69,7	75,3
1999	62,9	68,8	55,8
2000	32,7	39,0	50,9
2001	88,6	68,5	55,3
2002	30,8	29,7	44,4
2003	13,9	18,4	22,5
2004	13,8	9,3	9,5
2005	2,6	7,7	5,3
1980-2005	53,5	56,4	54,8
1980-1989	47,3	50,7	50,4
1990-1999	73,7	78,8	73,3
2000-2005	30,4	28,7	31,3

Kaynak: TCMB, EVDS'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Türkiye’de serbestleşmeye yönelik çabalar, 1970’li yılların sonundaki ödemeler dengesi krizini aşmak ve 1980 yılında yüzde 100’ün üzerine çıkan enflasyonu düşürmek amacıyla tasarlanan istikrar programıyla aynı döneme denk

düşmüştür. Uygulanan politikalar 1980-1983 yılları arasında başarılı sonuçlar vermiş, enflasyon yüzde 100'lerden yüzde 30'lara düşürülmüştür. Fakat, izleyen dönemlerde enflasyonu düşürmeye yönelik politikalar başarılı olamamış, enflasyon oranı 1990'larda yüzde 65'in üzerinde daha yüksek bir seviyeye yükselmiştir.

GRAFİK 1. ENFLASYON ORANLARININ GELİŞİMİ (%)



1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, para politikasının uygulandığı ortamı büyük ölçüde değiştirirken, para politikasının etkinliğini yitirmesine ve Merkez Bankası'nın parasal göstergeler üzerindeki kontrolünün zayıflamasına neden olmuş, 1989 sonrası dönemde enflasyon oranları 1980'li yıllara kıyasla önemli ölçüde yükselmiştir. Tabloda da görüldüğü gibi; 1980-1989 yılları arasında TEFE ortalama yüzde 47,3, TÜFE ortalama yüzde 50,7 olarak gerçekleşmiş; 1990-1999 yılları arasında ise bu oranlar sırasıyla 73,7 ve 78,8 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçlar, özellikle 1989 sonrası dönemde, fiyat istikrarı amacının sağlanamadığının açık bir göstergesidir. Bir başka deyişle; finansal liberalizasyon sonrasında enflasyonda artış yaşanmıştır. Bu durum grafikte de açıkça görülmektedir. Finansal serbestleşme sonrası hızla yükselen enflasyon oranları, 1994 yılında en yüksek seviyeye ulaşmış, 2001 yılı sonrası istikrarlı bir şekilde düşüş eğilimi göstermiştir.

Türkiye’de enflasyonun yüksek seviyelerde gerçekleşmesine neden olan ve fiyat istikrarı amacına ulaşılmasını engelleyen birçok faktör bulunmaktadır. Bunların içinde en önemlisi; kamu sektörü açıklarının artması ve politik istikrarsızlıktır. Türkiye’de uzun yıllar kamu açıkları Merkez Bankası kaynaklarından karşılanmış, devamlı seçim ortamının yaşanması enflasyonla mücadele programlarının kısa vadeli bir hal almasına neden olmuştur. Bunlara ek olarak, finansal serbestleşme sonrası faiz oranlarının yükselmesi ve dünyada yaşanan gelişmeler sonucu hammadde fiyatlarında, özellikle petrol fiyatlarında, meydana gelen artışlar üretim maliyetlerini artırmış ve enflasyonun yükselmesine neden olmuştur. Finansal serbestleşmenin yarattığı diğer bir olumsuz durum ise; sermaye giriş-çıkışının serbestleşmesi, yeni finansal araçların türetilmesi ve yaygınlaşması gibi gelişmelerle para talebinin istikrarsız bir hal alması ve para ikamesinin hız kazanması sonucu para arzını kontrol altında tutmanın zorlaşmasıdır. 1989 sonrası hız kazanan para ikamesi ve sermaye giriş ve çıkışlarının döviz rezervlerini ve bu yolla da para arzını etkilemesi para politikası uygulamalarını etkisiz hale getirmiştir.

Türkiye’de, fiyat istikrarı, bütün istikrar programlarında ulaşılacak istenilen bir amaç olarak belirlenmiş, fakat, uygulamada, büyüme, istihdam, ihracatın artması ve mali piyasalarda istikrar amaçları da ön plana çıkmış, bu nedenle fiyat istikrarı ile çelişen politikalar uygulanmıştır. 2000’li yıllara gelene kadar, fiyat istikrarı için kamuoyuna net bir sinyal verilmemiş, günlük çözümlerle amaca ulaşılmaya çalışılmıştır. Fakat, 2000 ve 2001 yılında yaşanan krizler sonrası fiyat istikrarı temel amaç haline gelmiş ve bu konu yasal düzenlemelerle güvence altına alınmıştır. 2000 para programında enflasyon hedefleri sayısal olarak belirlenmiştir. Program Kasım ve Şubat krizleri nedeniyle yarım kalsa da fiyat istikrarı 2001 yılı Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’nın da temel amacı olmuştur. Grafikten de anlaşılacağı gibi; enflasyon oranları özellikle 2001 yılı sonrasında istikrarlı bir şekilde düşüş göstermiş ve fiyat istikrarı amacına yaklaşmıştır. Enflasyon oranları son yirmi beş senenin en düşük rakamları olarak gerçekleşmiş, 2005 yılında enflasyon tek haneli rakamlara düşürülmüştür.

Kısaca; Türkiye’de fiyat istikrarı amacına uzun yıllar ulaşılammış, özellikle finansal serbestleşme sonrası dönemde (1990-1999) artan kamu açıkları ve politik istikrarsızlıklar fiyat istikrarı amacının gerçekleşmesini engellemiş, bu dönemde mali piyasalarda istikrar amacı ön plana çıkmıştır. 2000’li yıllara gelindiğinde ise, bu durum tersine dönmüş, fiyat istikrarı amacının kararlılıkla uygulanması sonucu belli ölçüde başarıya ulaşılmıştır.

2.1.2. Kur İstikrarı Açısından

Para politikası amaçlarından biri de döviz piyasalarında istikrarı sağlamaktır. Döviz piyasalarında ortaya çıkan dalgalanmaların sadece dış ticareti değil, aynı zamanda ödemeler dengesini de olumsuz yönde etkilemesi bu amacın önemini daha da artırmaktadır. Finansal serbestleşme sonrası sermaye hareketlerinin hız kazanması, ulusal paraların konvertibl hale gelmesi ve sabit kur uygulamalarının terk edilmesi ise döviz kuru politikalarının etkili bir şekilde yönetilmesini güçleştirmiştir.

Türkiye’de de döviz kuru politikaları, finansal serbestleşme sonrası dönemde sık sık değiştirilmek zorunda kalınmıştır. Finansal serbestleşme ile birlikte Merkez Bankası’nın kur politikasını belirlemesi zorlaşmış, finansal sermaye hareketleri kurların belirlenmesinde yönlendirici olmuştur. Tablo 9’da da görüldüğü gibi, 1980 yılından 2000’li yıllara kadar geçen sürede TL dolar karşında sürekli değer kaybına uğramıştır. 1980’li yılların sonuna kadar döviz kuru kalkınma planları çerçevesinde, ya olduğundan düşük ya da yüksek olarak belirlenmiştir.

1980 yılı başında, döviz kurlarının ihracatçı sektörler aleyhine seyredecek şekilde düşük değerlenmesi uygulamasından vazgeçilmiştir. 1980 yılı programında orta vadede finansal liberalizasyona geçilmesi planlanmış, bu nedenle kurlar çıpa olarak seçilmemiştir. 1980 yılından 1981 yılına kadar döviz kuru sabit tutulmuş, 1981’den sonra günlük kur uygulamasına başlanmıştır.

Tablodan da anlaşılacağı gibi; 1980-1985 yılları arasında döviz kurlarının artış hızı enflasyonun üzerinde seyretmiştir. Bu dönemde ihracatı artırmaya yönelik politikalar nedeniyle döviz kurları reel olarak değer kazanmıştır. 1980-1989 yılları

arasında reel kurlardaki pozitif değişim, kurların değerlendiğini ve TL'nin \$ karşısında sürekli değer kaybettiğini göstermektedir.

TABLO 9. KURLARIN GELİŞİMİ (%)

Yıllar	ABD Doları (TL) *	Değişim (%) (1)	TEFE (%) (2)	Reel Kur Değişimi (%) (1-2) **
1980	77	---	98,8	---
1981	112	46,8	35,5	11,3
1982	164	45,9	26,5	19,4
1983	228	39,2	29,7	9,5
1984	368	61,2	49,5	11,7
1985	525	42,5	41,6	0,9
1986	680	29,7	27,9	1,8
1987	861	26,5	36,8	-10,3
1988	1.431	66,3	64,6	1,7
1989	2.125	48,5	62,3	-13,8
1990	2.612	22,9	48,6	-25,7
1991	4.184	60,2	59,2	1,0
1992	6.888	64,6	61,4	3,2
1993	11.058	60,5	60,3	0,2
1994	29.848	169,9	149,6	20,3
1995	45.952	54,0	65,6	-11,6
1996	81.796	78,0	84,9	-6,9
1997	152.805	86,8	91,0	-4,2
1998	262.233	71,6	54,3	17,3
1999	422.152	61,0	62,9	-1,9
2000	626.712	48,5	32,7	15,8
2001	1.231.322	96,5	88,6	7,9
2002	1.513.102	22,9	30,8	-7,9
2003	1.500.269	-0,8	13,9	-14,7
2004	1.429.202	-4,7	13,8	-18,5
2005	1.347.300	-5,7	2,6	-8,3
1980-2005	---	51,7	53,5	-0,1
1980-1989	---	45,2	47,3	3,6
1990-1999	---	73,0	73,7	-0,8
2000-2005	---	26,1	30,4	-4,3

Kaynak: DPT,Ekonomik ve Sosyal Göstergelerden yararlanılarak hazırlanmıştır.

* TCMB yıllık ortalama satış kurudur.

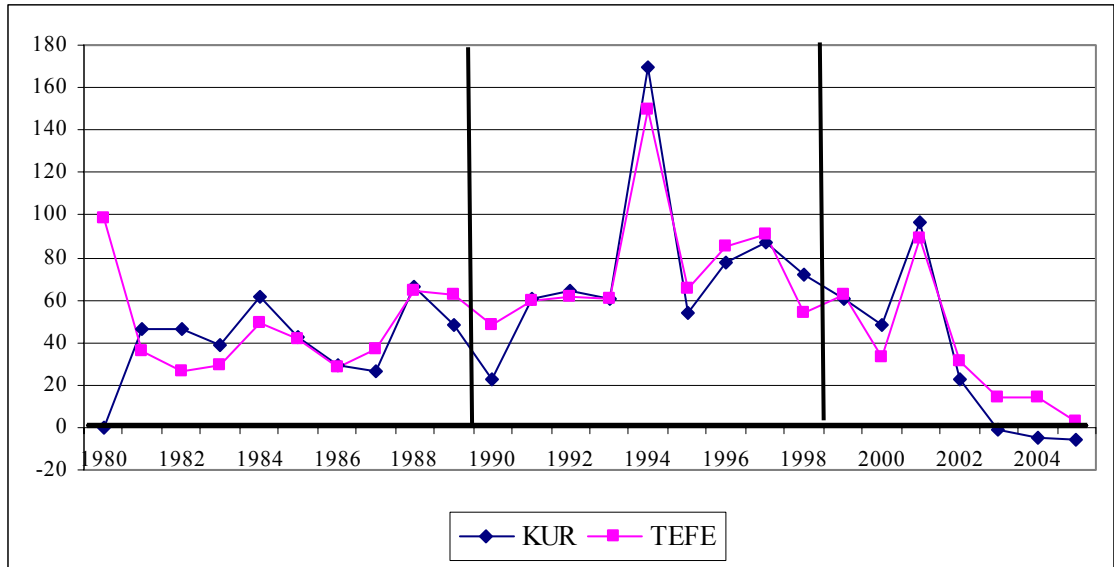
** Reel kur değişiminin pozitif değer alması TL'nin aşırı, negatif değer alması eksik değerlendiğini ifade etmektedir.

Açık kambiyo rejiminin benimsenmesinin ardından, Merkez Bankası'nın 1989-1994 yılları arasındaki amacı, döviz kurunun belli bir seviyenin üzerine

çıkmasını engellemek olarak belirlenmiştir. 1989-1993 döneminde TL'nin dolar karşısındaki reel değeri yükselmiş, yani, kurlar eksik değerenmiştir. 5 Nisan 1994 kararları ile TL'nin yabancı paralar karşısındaki değerin bir süre sabitleştirilmesi öngörölmüş, yani nominal çıpa olarak döviz kurları seçilmiştir. Böylece döviz kurunun istikrarına dayalı bir politikaya geçilmiş, Merkez Bankası'nın temel amacı, reel döviz kurunun istikrarını sağlamak olmuştur.

Daha önceki bölümde de ifade edildiği gibi, 1995-1998 yılları arasında uygulanan politikalarda enflasyonu düşürme amacının ötesinde finansal piyasalarda istikrarı sağlama amacı ön plana çıkmıştır. Grafikte de açıkça göröldüğü gibi, döviz kurları enflasyon oranları paralelinde seyretmiş, ele alınan dönemde kur istikrarı amacına ulaşma konusunda başarılı olunmuştur. Bu başarı, fiyat istikrarının ikinci plana itilmesi ve enflasyon oranlarının ciddi bir şekilde yükselmesi pahasına gerçekleşmiştir.

GRAFİK 2. DOLAR KURUNDAKİ DEĞİŞMELER (%)



Dönemsel bir analiz yapıldığında; 1980-1989 döneminde ABD dolarının yıllık ortalama olarak yüzde 45,2 oranında artış gösterdiği, bu oranın 1990-1999 döneminde yüzde 73 düzeyine yükseldiği görölmektedir. Dolayısıyla, finansal liberalizasyon sonrasında, yükselen enflasyonun da etkisiyle, kurlar daha yüksek

oranda artış göstermiştir. Diğer taraftan, grafikten de görülebileceği gibi, finansal liberalizasyon sonrası kurlardaki dalgalanmalar şiddetli olmuştur.

1990'lı yılların ikinci yarısında artan politik belirsizlik ve dış dünyada yaşanan krizlerin etkisi ile enflasyon artmış ve 1999 yılında enflasyonun düşürülmesi amacıyla IMF gözetiminde yeni bir program gündeme gelmiştir. Bu programda kurlar çıpa olarak seçilmiş, yani kur istikrarı amacı yeniden ön plana çıkmıştır, fakat program başarısız olmuş ve bu amaca ulaşılamamıştır. 2001 yılında döviz kuru rejimi olarak esnek kur rejimi benimsenmiştir.

2.1.3. Faiz İstikrarı Açısından

Bir ekonomide faiz oranlarında ortaya çıkan istikrarsızlıklar, piyasalarda belirsizlik ortamı yaratarak gelecekle ilgili sağlıklı planların yapılmasına engel olmakta ve yatırım kararlarını etkilemektedir. Bu nedenle, para politikalarının amaçlarından biri de faiz oranlarındaki dalgalanmaların önlenmesi ve faiz oranı istikrarının sağlanmasıdır. McKinnon-Shaw yaklaşımı, finansal serbestleşme sürecine girilmesiyle serbest bırakılan faiz oranlarının yükseleceğini, böylece tasarrufların artacağı ve ekonomik büyümenin hızlanacağı tezini savunmuştur. Literatürde, reel faiz oranları ile toplam tasarruflar arasındaki ilişki belirsiz olsa da, finansal tasarruf ile reel faiz oranı arasında pozitif bir ilişki olduğu ileri sürülmektedir.²⁶³

Gelişmekte olan ülkelerde, finansal serbestleşme ile yükselen faizler, yatırımları uyarmada başarısız olmuş, iç ve dış borçların da artmasına yol açmıştır. Türkiye'de de benzer sonuçlar ortaya çıkmıştır. Daha önceki bölümde de belirtildiği gibi, planlı dönem boyunca faiz oranları reel olarak negatif düzeylerde gerçekleşmiş ve bu dönemde tasarrufların bankacılık sektörüne akışı sağlanamamış, 24 Ocak Kararları ile faiz oranlarının serbestleştirilmesi gündeme gelmiştir.

²⁶³ Kar, Ağır, a.g.m., s. 61.

TABLO 10. FAİZ ORANLARININ GELİŞİMİ (%)

Yıllar	Tasarruf Mevduatı Faiz Oranı (1)	Hazine Faizi (2)	TEFE (3)	Tasarruf Mevduatı Faiz Oranı (Reel) (1-3)	Hazine Faizi (Reel) (2-3)
1980	33,0	---	98,8	-65,8	---
1981	35,0	---	35,5	-0,5	---
1982	50,0	---	26,5	23,5	---
1983	45,0	---	29,7	15,3	---
1984	45,0	43,0	49,5	-4,5	-6,5
1985	55,0	50,6	41,6	13,4	9,0
1986	48,0	52,8	27,9	20,1	24,9
1987	58,0	49,0	36,8	21,2	12,2
1988	83,9	64,4	64,6	19,3	-0,2
1989	58,8	59,8	62,3	-3,5	-2,5
1990	59,4	54,0	48,6	10,8	5,4
1991	72,7	80,5	59,2	13,5	21,3
1992	74,2	87,7	61,4	12,8	26,3
1993	74,8	87,6	60,3	14,5	27,3
1994	95,6	164,4	149,6	-54,0	14,8
1995	92,3	121,9	65,6	26,7	56,3
1996	93,8	135,2	84,9	8,9	50,3
1997	96,6	127,2	91,0	5,6	36,2
1998	94,8	122,5	54,3	40,5	68,2
1999	46,7	104,3	62,9	-16,2	41,4
2000	45,6	38,2	32,7	12,9	5,5
2001	62,5	99,6	88,6	-26,1	11,0
2002	48,2	62,7	30,8	17,4	31,9
2003	28,6	42,9	13,9	14,7	29,0
2004	22,1	24,9	13,8	8,3	11,1
2005	20,4	17,4	2,6	17,8	14,8
1980-2005	59,2	76,8	53,5	5,6	22,2
1980-1989	51,2	53,3	47,3	3,9	6,2
1990-1999	80,1	108,5	73,7	6,3	34,8
2000-2005	37,9	47,6	30,4	7,5	17,2

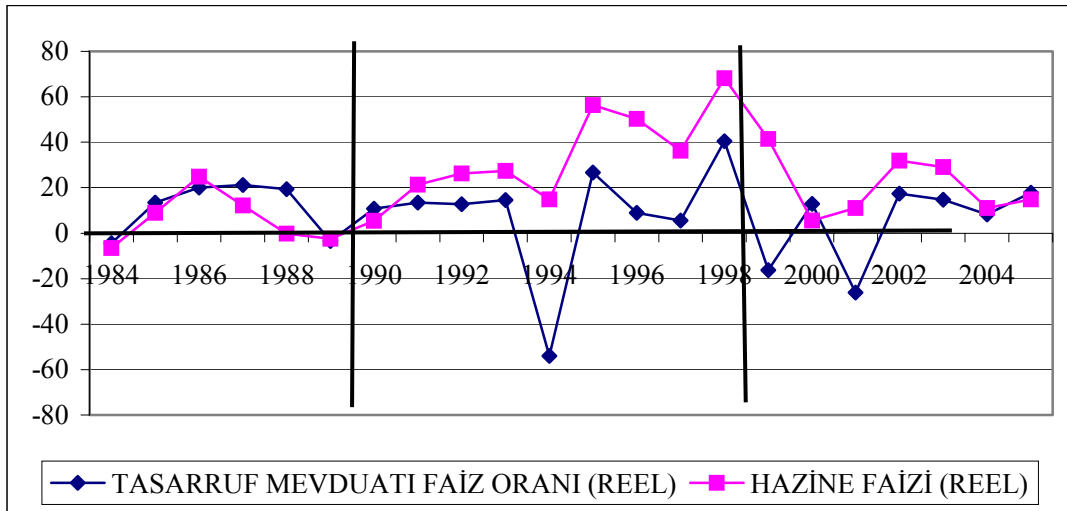
Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergelerden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Faiz oranlarındaki gelişmeyi Tablo 10 yardımıyla incelemek mümkündür. Türkiye’de 1980 yılından sonra serbest faiz politikası uygulanmaya başlanmıştır. Uygulama sonucu 1980 ve öncesinde negatif olan reel faiz oranları 1982 yılında

pozitive dönmüştür. Fakat, 1982 yılında yaşanan Banker Krizi nedeniyle Merkez Bankasının faiz oranlarına müdahale etmesi gerekmiştir. 1983-1987 yılları arasında faiz oranları Merkez Bankası tarafından belirlenmiş ve genel olarak pozitif değerler almıştır.

Diğer taraftan faiz oranlarının finansal liberalizasyon sonrasında önemli oranda artması dikkat çekici bir gelişmedir. Liberalizasyon sonrası ülkeye yönelen yabancı sermaye girişine bağlı olarak faiz oranlarının düşmesi beklenir iken, Türkiye’de gerçekleşen durum teorik olarak beklenenin aksi bir sonucu ortaya koymaktadır.

GRAFİK 3. FAİZ ORANLARININ GELİŞİMİ (%)



Tabloda hazine iç borçlanma faizlerinin ve mevduat faizlerinin gelişimine yer verilmiştir. Buradan da görülebileceği; 1984-1989 yılları arası nominal borçlanma faizi oranı ortalama olarak yüzde 53,3 olarak gerçekleşirken, bu oran 1990-1999 döneminde yüzde 108,5'e yükselmiştir. Reel oranlarda da aynı gelişme söz konusu olup, bu oranlarda aynı dönemler için sırasıyla yüzde 6,2 ve yüzde 34,8 olarak gerçekleşmiştir. Grafikte de görüldüğü gibi, reel mevduat faiz oranları, borçlanma faizlerinden çok daha düşük bir seyir izlemiş, finansal serbestleşme sonrası hazine faizleri önemli ölçüde artmıştır.

Türkiye’de faiz oranlarının gelişiminde en etkili faktörün kamu borçlanma politikaları olduğunu söylemek mümkündür. Faiz oranlarında yaşanan yükseliş, artan kamu kesimi borçlanma gereği nedeniyle hem dışarıdan daha fazla finansal sermaye girişini sağlamak hem de iç tasarrufların plasman alanını daha çok kamu kağıtlarına yönlendirmek zorunluluğundan kaynaklanmaktadır. Ayrıca, artan kamu borç stokunun, risk algılamasını artırmış olması da bu gelişmede etkili olmuştur.

Sonuç olarak, Türkiye’de gerek nominal gerekse reel faiz oranlarının istikrarından söz etmek mümkün değildir. Ayrıca, yüksek reel faiz oranları, sabit yatırımları artırmak yerine spekülasyon kazançları desteklemiş, maliyetleri artırarak enflasyonu beslemiş, cari işlemler açıklarını sermaye girişleri ile kapatabilmek için bir araç halinde gelmiş, sıcak parayı çekerek mali piyasalarda kırılganlıkların artmasına neden olmuştur.

2.1.4. Cari İşlemler Dengesi Açısından

Para politikalarının amaçlarından biri de ödemeler bilançosunun* aktif ve pasifini dengelemektir. Finansal serbestleşme sonrası uluslararası sermaye hareketlerinin büyük boyutlara ulaşması, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, aşırı sermaye girişleri ile birlikte cari açığın artması sonucunu doğurmuştur.

Tablo 11’den de izlenebileceği gibi, Türkiye’de de dış ticaret açığı ve cari açık sorunu her dönemde önemini korumuş, belli dönemlerde ise para politikası amacı olarak ön plana çıkmıştır. Türkiye’de 1980 öncesi dönemde yaşanan döviz darboğazını ve ödemeler dengesi krizini aşmak amacıyla ticarete liberalleşme süreci başlatılmış; 24 Ocak Kararları ile ihracatın teşvik edilmesi ve cari açığın makul bir düzeye indirilmesi amaçlanmıştır. Bu anlamda, ihracatı artırma amacı ile uygulanan gerçekçi kur politikası ve özendirici önlemler olumlu sonuçlar vermiş; ihracat artmış, dış açık azalmıştır.

* Ödemeler bilançosu; cari işlemler hesabı, sermaye hesabı, resmi rezervler hesabı ile net hata ve noksan kalemlerinden oluşmaktadır. Çalışmamızda, sadece cari işlemler ve sermaye hesaplarına yer verilmektedir.

TABLO 11. CARI İŞLEMLER DENGESİNİN GELİŞİMİ (MİLYON \$)

Yıllar	Dış Ticaret Dengesi	Değişim (%)	Cari Denge	Değişim (%)
1980	-4,999	---	-3.408	---
1981	-4,230	-15,4	-1.936	-43,2
1982	-3,097	-26,8	-952	-50,8
1983	-3,507	13,2	-1.923	102,0
1984	-3,623	3,3	-1.439	-25,2
1985	-3,386	-6,5	-1.013	-29,6
1986	-3,648	7,7	-1.465	44,6
1987	-3,968	8,8	-806	-45,0
1988	-2,673	-32,6	1.596	-298,0
1989	-4,167	55,9	938	-41,2
1990	-9,343	124,2	-2.625	-379,9
1991	-7,454	-20,2	250	-109,5
1992	-8,156	9,4	-974	-489,6
1993	-14,083	72,7	-6.433	560,5
1994	-5,164	-63,3	2.631	-140,9
1995	-14,073	172,5	-2.339	-188,9
1996	-20,402	45,0	-2.437	4,2
1997	-22,298	9,3	-2.638	8,2
1998	-18,947	-15,0	1.984	-175,2
1999	-14,084	-25,7	-1.344	-167,7
2000	-26,728	89,8	-9.819	630,6
2001	-10,065	-62,3	3.390	-134,5
2002	-15,495	53,9	-1.522	-144,9
2003	-22,087	42,5	-8.037	428,1
2004	-34,419	55,8	-15.543	93,4
2005	-43,297	25,8	-23.235	49,5
1980-2005	-12,438	20,9	-3,042	-21,7
1980-1989	-3,730	0,8	-1,041	-42,9
1990-1999	-13,400	30,9	-1,393	-107,9
2000-2005	-25,949	34,3	-9,128	153,7

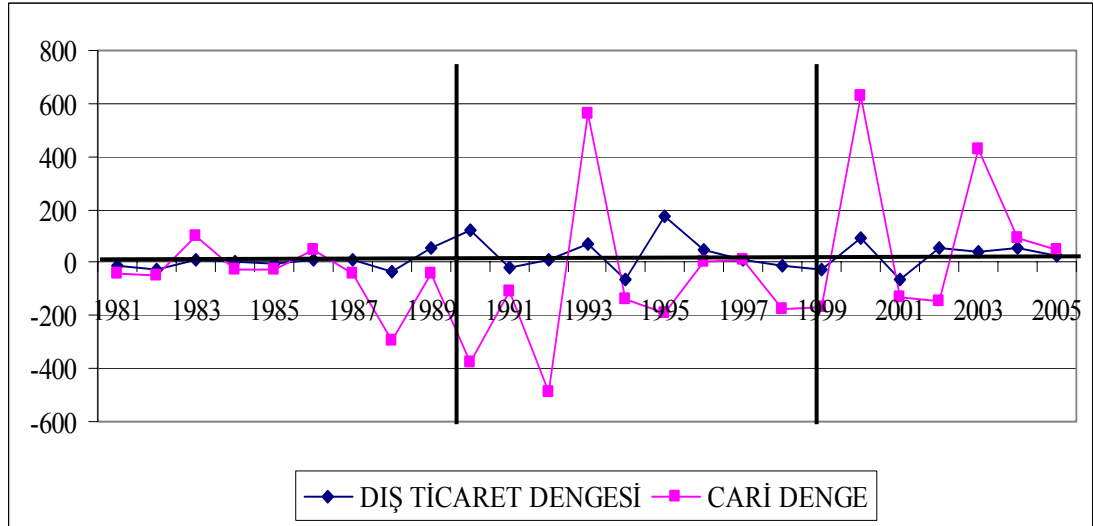
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistik Yıllığı (1980-2003) ve Ekonomik Göstergelerden (Aylık) yararlanılarak hazırlanmıştır.

1980’li yıllar boyunca cari işlemler dengesini sağlama çabaları kararlılıkla sürdürülmüş ve bu konuda başarılı da olunmuştur. Tabloda da görüldüğü gibi, 1980 yılında yaklaşık 5 milyar dolar civarında olan dış ticaret açığı, uygulanan politikalar sonucu azalmış, 1980-1989 döneminde ise önemli iniş-çıkışlar gözlemlenmemiştir. Aynı dönemde cari açıkta da olumlu gelişmeler yaşanmış, 1980-1989 döneminde cari açık ortalama yüzde 42,9 oranında azalmıştır.

1980-1989 döneminde cari işlemler hesabında yaşanan olumlu gelişmeler finansal serbestleşme sonrasında tersine dönmüştür. Faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla başlayan gelişmelerin bir sonucu olarak döviz talebinin azalması ve TL talebinin artması ile, TL'sının reel olarak değer kazanma süreci başlamıştır. Faizlerin yükselmesi ve aşırı sermaye girişine bağlı olarak yerli paranın değer kazanması, ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmıştır.²⁶⁴ 1990'lı yıllarda kamunun finansman sorunları nedeniyle TL'nin değer kazanmasına izin verilen politikaların uygulanması ithalatın artmasına ve ihracatın durgunlaşmasına neden olmuştur.

Bu gelişmeler sonucunda, 1989 yılından itibaren dış ticaret dengesi bozulmaya başlamıştır. Tabloda da görüldüğü gibi, dış ticaret açığı 1980-1989 döneminde ortalama 3,7 milyar dolar olarak gerçekleşirken; bu oran 1990-1999 döneminde 13,4 milyar dolara yükselmiştir. Bunun yanı sıra, dış ticaret açığında 1980-1989 döneminde ortalama olarak sadece yüzde 0,8 artış gözlenmiş, bu oran 1990-1999 döneminde yüzde 30,9 olarak gerçekleşmiştir.

GRAFİK 4. CARİ İŞLEMLER DENGESİNİN GELİŞİMİ (%)



1990'lı yıllarda mali piyasalarda istikrar sağlama amacının ön plana çıkması ile ödemeler dengesi amacı geri plana itilmiştir. Grafikte de görüldüğü gibi, finansal liberalizasyon sonrasında, ödemeler dengesinin başlıca hesaplarından biri olan cari

²⁶⁴ Parasız, 2003, s. 336.

işlemler hesabında ciddi bir bozulma yaşanmıştır. Diğer bir deyişle, bir amaç değişken olarak ödemeler dengesi, finansal liberalizasyondan olumsuz yönde etkilenmiştir.

Dış ticaret dengesinin ve cari dengenin 2000’li yıllarda gösterdiği gelişime bakıldığında; hem dış ticaret açıklarında hem de cari açıkta son yirmi senenin en kötü performansları gözlenmektedir. 2000 yılında cari işlemler açığı tarihi olarak en yüksek seviyesine ulaşmış, TL’de görülen reel değerlenme ve buna bağlı olarak tüketim talebindeki artış sonucunda dış ticaret açığının büyümesi cari işlemler açığının büyümesine neden olmuştur. 2000-2005 dönemi ortalamalarına bakıldığında; dış ticaret açığının ortalama yüzde 34,3, cari işlemler açığının ise yüzde 153,7 gibi rekor bir oranda arttığı görülmektedir.

Sonuç olarak, 24 Ocak Kararları ile birlikte ihracata yönelik bir stratejinin benimsenmesi ve dış ticaretin serbestleştirilmesine yönelik uygulamalar sonucu 1980-1989 döneminde ödemeler dengesini sağlama konusunda başarıya ulaşıldığı; 1990-1999 döneminde ise gerek finansal serbestleşme uygulamaları gerekse bu dönemde mali piyasalarda istikrar amacının ön plana çıkmasının ödemeler dengesi (cari denge) amacının gerçekleştirilmesine engel olduğu ifade edilebilir. 2000’li yıllarda özellikle fiyat istikrarı amacının ön plana çıkması ile enflasyonu düşürme konusunda başarıya ulaşılmış, fakat bu dönemde ödemeler dengesi amacından önemli ölçüde sapma olmuştur.

2.1.5. Sermaye Hareketleri Açısından

Ödemeler bilançosu dengesi, dış ticaret akımları kadar ülkenin sınır ötesi sermaye akımlarından da etkilenmektedir. Yani, sermaye hareketlerinde meydana gelecek olumlu ya da olumsuz gelişmeler ödemeler dengesini doğrudan etkilemekte, ekonomide dış açık ya da dış fazla gibi dengesizlikler ortaya çıkmaktadır.

Sermaye hareketlerini yönlendiren en önemli değişken, faiz oranlarıdır. Faiz oranlarının yüksek olduğu ülkelere yönelen fonlar, söz konusu ülkenin sermaye dengesinde fazlalıklar oluşturmakta, bu durum ödemeler dengesinde iyileştirici

etkilerde bulunmaktadır. Uygulanan para politikaları ile faiz oranları üzerinde etkili olunabilmekte, böylece sermaye giriş-çıkışları etkilenebilmektedir.²⁶⁵

Sermaye hareketlerinin ekonomiyi etkileme sürecindeki en önemli ekonomik büyüklüklerden biri de reel döviz kurlarıdır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle birlikte, makro ekonomik istikrar ve büyümenin temel politika araçlarından biri olan reel döviz kurlarında ciddi oynamalar meydana gelmiş, artarak devam eden belirsizlikler yaşanmıştır. Serbestleşme süreci ile birlikte artan finansal sermaye hareketliliği, faiz oranları ve döviz kurları üzerinde hükümet kontrolünü zayıflatmıştır. Sermaye hareketleri incelendiğinde, iktisat politikasının özerkliğini en fazla kısıtlayanın portföy yatırımları, en az kısıtlayanın ise doğrudan yabancı yatırımlar olduğu görülmüştür. En riskli sermaye girişi ise kısa dönemli portföy yatırımlarıdır.²⁶⁶

Sermaye hareketleri dengesi, genelde iç-dış faiz farkındaki değişimler, beklenen enflasyon ve döviz kuru değişimleri ile sermaye piyasalarının genel performansından etkilenmektedir. Son yıllarda sermaye hareketleri dengesindeki belirleyici unsur ise kısa vadeli sermaye hareketleridir.

Tablo 12’de de görüldüğü gibi, özellikle 1980’lerin ikinci yarısından itibaren toplam sermaye yatırımları artmaya başlamış, 1990’lı yıllarda önemli boyutlara ulaşmıştır. Türkiye’de sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesinin amacı olarak uluslararası sermaye piyasalarıyla entegrasyonun artırılması gösterilmişse de uygulamada, artan kamu harcamaları üzerindeki finansal kısıtların azaltılmasının bu kararın altında yatan temel belirleyici olduğunu ifade etmek mümkündür.

Liberalleşme sonrasında ödemeler dengesini finanse etme işlevi gören sermaye akımlarının yapısında önemli değişiklikler olmuş, orta ve uzun vadeli kredilerin yerini kısa vadeli krediler almıştır. Yani uygulanan yüksek faiz politikaları ülkeye kısa vadeli sermaye girişini kolaylaştırmıştır. Merkez Bankası, yabancı

²⁶⁵ Seyidoğlu, a.g.e., s. 456.

²⁶⁶ İstemihan, a.g.m.

sermaye girişinden kaynaklanan değerlenmeye, parasal büyüklükleri kontrol edebilmek kaygısıyla, müdahale etmemiştir.

TABLO 12. SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞİMİ (MİLYON \$)

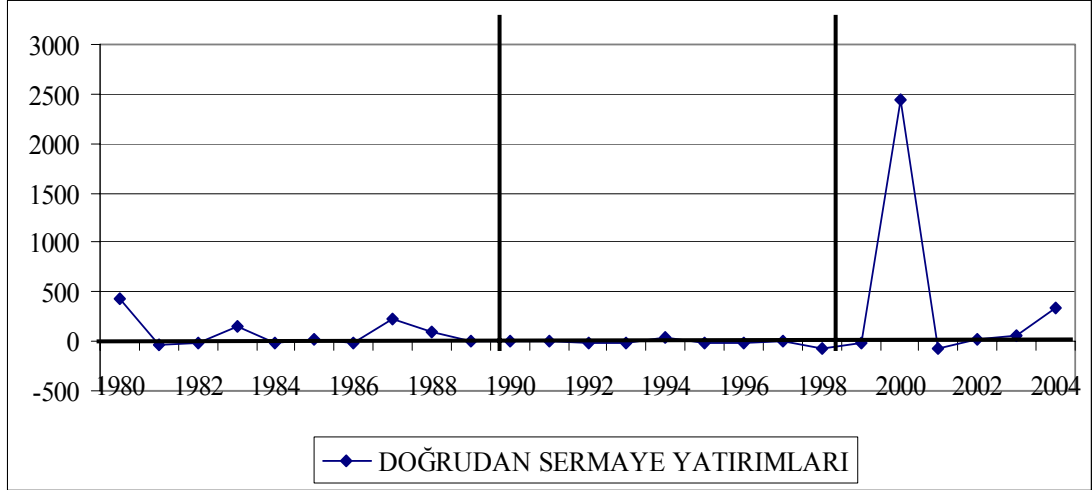
Yıllar	Doğrudan Sermaye Yatırımları	Doğrudan Sermaye Yatırımları (%)	Portföy Yatırımları	Portföy Yatırımları (%)	Toplam Sermaye Yatırımları	Toplam Sermaye Yatırımları (%)
1980	18	---	---	---	672	---
1981	95	427,8	---	---	899	33,8
1982	55	-42,1	---	---	280	-68,9
1983	46	-16,4	---	---	883	215,4
1984	113	145,7	---	---	73	-91,7
1985	99	-12,4	---	---	1.065	1358,9
1986	125	26,3	146	---	2.124	99,4
1987	106	-15,2	282	93,2	1.891	-11,0
1988	354	234,0	1.178	317,7	-958	-150,7
1989	663	87,3	1.386	17,7	780	-181,4
1990	700	5,6	547	-60,5	4.037	417,6
1991	783	11,9	623	13,9	-2.397	-159,4
1992	779	-0,5	2.411	287,0	3.648	-252,2
1993	622	-20,2	3.917	62,5	8.903	144,1
1994	559	-10,1	1.158	-70,4	-4.257	-147,8
1995	772	38,1	237	-79,5	4.565	-207,2
1996	612	-20,7	570	140,5	5.483	20,1
1997	554	-9,5	1.634	186,7	6.969	27,1
1998	573	3,4	-6.711	-510,7	-840	-112,1
1999	138	-75,9	3.429	-151,1	4.829	-674,9
2000	112	-18,8	1.022	-70,2	9.584	98,5
2001	2.855	2449,1	-4.515	-541,8	-14.557	-251,9
2002	962	-66,3	-593	-86,9	1.194	-108,2
2003	1.253	30,2	2.465	-515,7	7.192	502,3
2004	1.978	57,9	8.023	225,5	17.678	145,8
2005	8.589	334,2	13.437	67,5	43.975	148,8
1980-2005	904	141,7	1.532	-35,5	3.989	31,8
1980-1989	167	92,8	748	142,8	771	133,8
1990-1999	609	-7,8	782	-18,2	3.094	-94,5
2000-2005	2.625	464,4	3.307	-153,6	10.844	89,2

Kaynak: DPT, Ekonomik ve sosyal göstergelerden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Türkiye’de sermaye akımlarının gelişimine bakıldığında; doğrudan sermaye yatırımlarının, 1980-1989 döneminde ortalama 167 milyon dolar, 1990-1999 döneminde ise 609 milyon dolar olarak gerçekleştiği görülmektedir. 1980-1989 döneminde ortalama yüzde 92,8 artış gösteren doğrudan yatırımlar, finansal

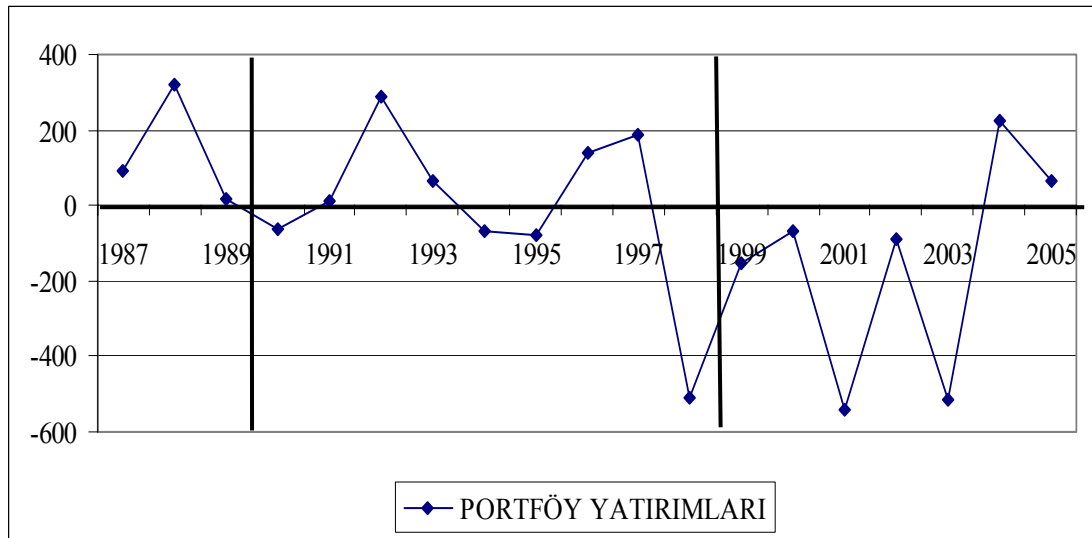
serbestleşme sonrası ortalama yüzde 7,8 oranında azalmıştır. Grafikte de görüldüğü gibi; finansal serbestleşme sonrası doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımlarına kıyasla daha istikrarlı bir seyir izlemiştir.

GRAFİK 5. DOĞRUDAN SERMAYE YATIRIMLARININ GELİŞİMİ (%)



Buna karşılık büyük çoğunluğunu kamu kesimi açıklarını finanse etmek amacıyla gerçekleştirilen tahvil ihraçlarının oluşturduğu portföy yatırımları, çok büyük oranda artış göstermiş ve istikrarsız bir seyir izlemiştir. 1986 yılında 146 milyon dolar olarak gerçekleşen portföy yatırımları, 2005 yılı itibariyle 13.437 milyon dolara yükselmiştir.

GRAFİK 6. PORTFÖY YATIRIMLARININ GELİŞİMİ (%)



Grafikte de görüldüğü gibi, finansal serbestleşme sonrasında portföy hesabından giren sermaye miktarında büyük dalgalanmalar yaşanmış, 1990-1999 döneminde genel olarak yüksek oranlı sermaye çıkışları gözlenmiştir. Finansal serbestleşme sonrası portföy yatırımlarının istikrarsız bir seyir izlemesi, sermaye hareketlerinin cari işlemler ve dış ticaret dengesi üzerinde olası olumlu etkilerini engellemiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artışı faizlerin yükselmesine yol açarak, dış borçların faiz maliyetinin artmasına neden olmuştur.

Kısaca ifade etmek gerekirse, ülke içindeki tasarruf yetersizliğini gidermek amacıyla sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, kamu açıklarının finansmanına olumlu katkı yaparken, özellikle portföy hesabından giren sermaye miktarının büyük miktarlara ulaşması ve bu sermayenin ani çıkışlarının yarattığı sorunlar, Türkiye ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir. Diğer bir deyişle; kaynak açığı, finansal istikrarsızlık ve belli aralıklarla kriz yaşanma pahasına giderilmiştir. Böyle bir yapı; yüksek reel faiz, sıcak para girişi, düşük (düşen) kur, artan ithalat, büyüyen dış ticaret açığı, büyüyen cari açık ve oluşan kriz beklentisine bağlı olarak sıcak para çıkışı şeklinde bir süreç yaratmış, böylece Türkiye ekonomisi kırılgan bir zeminde ödemeler dengesi istikrarsızlıkları ile karşı karşıya kalmıştır.

2.1.6. Büyüme Açısından

1970'lerin sonlarına doğru birçok ülkede uygulanmaya başlanan finansal serbestleşme politikaları ile tasarruf-yatırım etkinliğinin artacağı ve dolayısıyla ekonomik büyümenin gerçekleşeceği beklenmiştir. Fakat, finansal serbestleşme sonrası, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, beklenen sonuçların gerçekleşmediği, aksine, makro ekonomik dengesizliklerin arttığı ve büyümenin sermaye hareketlerine bağımlı hale geldiği görülmüştür. Türkiye'de de benzer sonuçlar ortaya çıkmış, ekonomik büyüme istikrarsız bir hal almıştır.

Tablo 13'te de görüldüğü gibi, Türkiye'de büyüme oranları hiçbir dönem istikrarlı bir gelişim göstermemiş, her hızlı büyümenin arkasından büyük bir gerileme yaşanmıştır. 1980 yılında başlayan serbestleşme çabaları ekonomik büyümeyi de doğrudan etkilemiş, 24 Ocak Kararları ile ihracata dayalı, 1989 ve

sonrası yıllarda ise büyük ölçüde sermaye hareketlerine bağımlı bir büyüme yaşanmıştır.

TABLO 13. BÜYÜME ORANLARININ GELİŞİMİ (%)

Yıllar	GSMH	GSYİH	Tarım	Sanayi	Hizmet
1980	-2,8	-2,4	1,1	-3,3	-3,7
1981	4,8	4,9	-1,9	9,2	6,2
1982	3,1	3,6	3,1	4,9	3,2
1983	4,2	5,0	-0,9	6,3	7,0
1984	7,1	6,7	0,5	9,9	7,9
1985	4,3	4,2	-0,5	6,2	5,1
1986	6,8	7,0	4,6	11,1	6,0
1987	9,8	9,5	0,5	9,1	12,9
1988	1,5	2,1	7,8	1,8	0,5
1989	1,6	0,3	-7,6	4,6	0,9
1990	9,4	9,3	6,8	8,6	10,3
1991	0,3	0,9	-0,9	2,7	0,6
1992	6,4	6,0	4,3	5,9	6,5
1993	8,1	8,0	-1,3	8,2	10,7
1994	-6,1	-5,5	-0,7	-5,7	-6,6
1995	8,0	7,2	2,0	12,1	6,3
1996	7,1	7,0	4,4	7,1	7,6
1997	8,3	7,5	-2,3	10,4	8,6
1998	3,9	3,1	8,4	2,0	2,4
1999	-6,1	-4,7	-5,0	-5,0	-4,5
2000	6,3	7,4	3,9	6,0	8,9
2001	-9,5	-7,5	-6,5	-7,5	-7,7
2002	7,9	7,9	6,9	9,4	7,5
2003	5,9	5,8	-2,5	7,8	6,7
2004	9,9	8,9	2,0	9,4	10,2
2005	7,6	7,4	5,6	6,5	8,5
1980-2005	4,1	4,2	1,2	5,3	4,7
1980-1989	4,0	4,1	0,7	6,0	4,6
1990-1999	3,9	3,9	1,6	4,6	4,2
2000-2005	4,6	5,0	1,6	5,3	5,7

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistik Yıllığı (1980-2003) ve Ekonomik Göstergelerden (Aylık) yararlanılarak hazırlanmıştır.

1980 yılında uygulamaya konulan 24 Ocak Kararları ile enflasyonu düşürme amacı öncelik kazanmış, bunun yanı sıra ödemeler dengesi ve ekonomik büyüme amaçlarına da ulaşılmaya çalışılmıştır. 1980 yılında negatif olarak gerçekleşen büyüme oranları, uygulanan politikalar sonucu pozitif dönüştürülmüştür. 1980-1989 dönemi boyunca pozitif büyüme sürdürülmüş, GSMH ortalama olarak yüzde 4,

GSYİH ise yüzde 4,1 büyümüştür. Bu dönemde enflasyonun düşürülmesi ve ödemeler dengesi açıkları gibi sorunların öncelik kazanması sebebiyle büyüme beklenen ölçüde gerçekleşmemiştir.

1989 yılında gerçekleşen finansal serbestleşme sonucu büyüme oranlarındaki istikrarsızlık artmış, sermaye giriş-çıkışlarına bağımlı hale gelmiştir. Yani, sermaye girişlerinin yaşandığı dönemde yüksek büyüme oranları gerçekleşirken, sermaye çıkışları negatif büyümeye neden olmuştur. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin belirlediği büyüme konjonktüründe yaşanan üç kriz sonucunda, GSMH; 1994 ve 1999 yıllarında yüzde -6,1, 2001 yılında ise yüzde - 9,5 oranında küçülmüştür. Tabloda da görüldüğü gibi, bu dönemde hem büyüme hızında istikrarsızlık artmış, hem de yıllık ortalama büyüme hızı diğer dönemlere göre gerilemiştir. 1990-1999 döneminde GSMH ve GSYİH ortalama yüzde 3,9 büyümüştür.

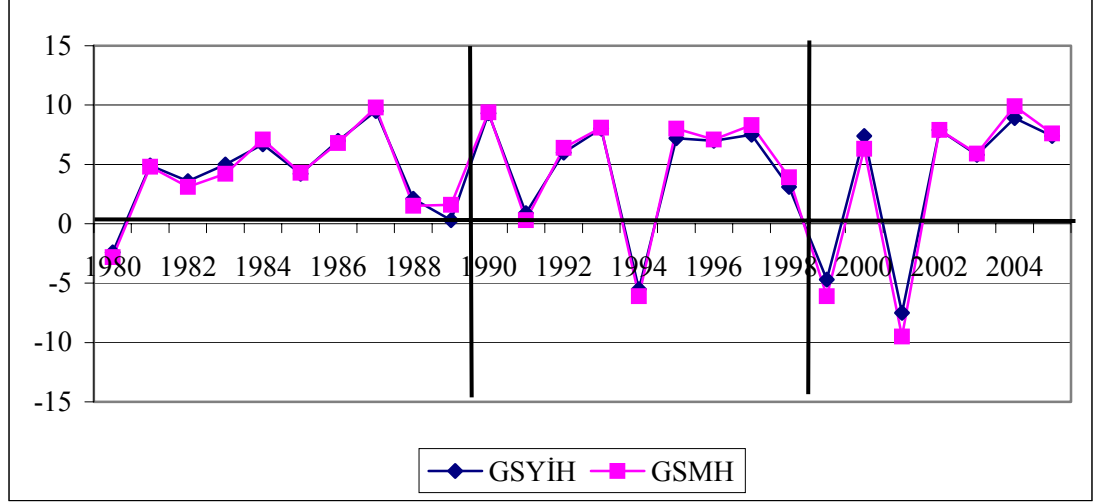
Büyüme oranlarının 2000-2005 dönemindeki gelişimine bakıldığında ise, büyüme oranlarının, 2001 yılı hariç, oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bu sonucun ortaya çıkmasında, kararlılıkla uygulanan programa bağlı olarak enflasyon oranlarının hızlı bir şekilde düşmesi ve mali piyasalarda istikrara yönelik politikaların olumlu etkileri rol oynamıştır.

Büyüme oranları, finansal serbestleşme öncesi dönemde sürekli pozitif değerler alırken, finansal serbestleşme sonrası istikrarsız bir görünüm sergilemiştir. Dolayısıyla, Türkiye’de yaşanan finansal serbestleşme sonucu, teorinin öngördüğünün aksine, büyüme oranlarında bir iyileşmenin sağlandığını söylemek mümkün değildir.

GSMH ve GSYİH büyüme oranlarının gelişimi grafikten de izlenebilmektedir. GSMH ile GSYİH arasındaki fark, net dış alem faktör gelirlerini göstermektedir. Net dış alem faktör gelirleri; işçi dövizleri, kar transferleri, borç faizleri gibi gelir ya da giderlerden oluşmaktadır. Net dış alem faktör gelirleri pozitif

ya da negatif değer alabilmektedir. Buna göre, milli hasıla yurtiçi hasıladan büyük ya da küçük olabilmektedir.²⁶⁷

GRAFİK 7. GSMH ve GSYİH’NİN GELİŞİMİ (%)



Grafikte de görüldüğü gibi, GSMH ve GSYİH büyüme oranları genelde birbirlerine paralel bir seyir izlemiş, fakat bazı yıllarda (1989, 1994, 2000, 2001) sapma eğilimi göstermiştir. Bu fark net dış alem faktör gelirlerinden kaynaklanmıştır.

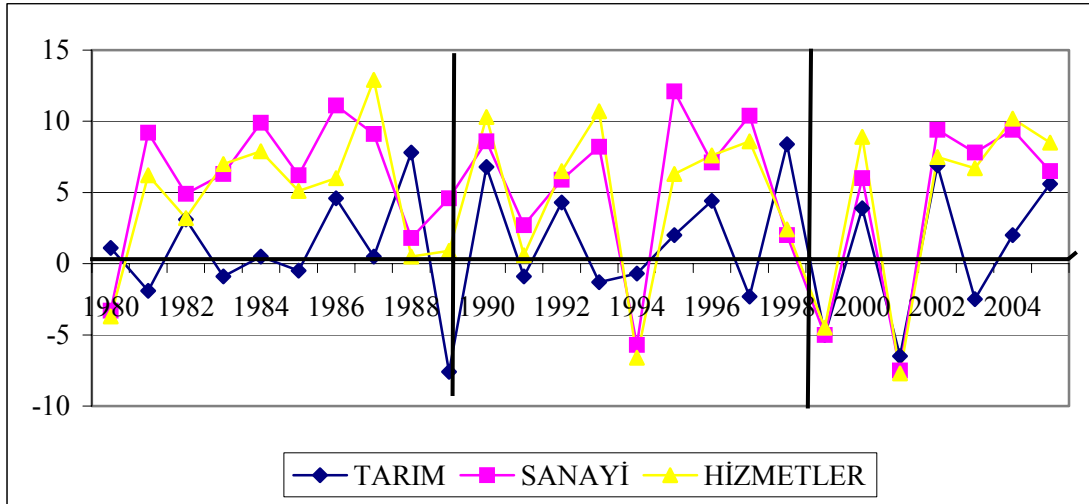
Finansal serbestleşme sonucu büyüme oranlarında yaşanan gelişmede hangi sektörlerin daha etkili olduğunu ortaya koymak amacıyla Tablo 13’te sektörel büyüme hızlarına da yer verilmiştir. Küreselleşme sürecinde bir ekonomide beklenen sektörel gelişim, tarım ve sanayinin payının azalması ve hizmetler sektörünün daha hızlı gelişmesidir.

Türkiye’de 1980 öncesi dönemde, önce tarım sektörü daha sonra sanayi sektörü gerek para gerekse maliye politikaları ile desteklenmiş, para otoriteleri selektif kredi politikaları vb. araçlar ile gelişmesini istedikleri sektörleri teşvik etmişlerdir. 1980 sonrası dönemde selektif kredi politikası gibi doğrudan kamu müdahalesi içeren araçlar yerine dolaylı para politikası araçlarının kullanımı sektörel büyüme hızlarını etkilemiştir.

²⁶⁷ Nevzat Güran, **Makro Ekonomi**, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 1999, ss. 13-14.

Grafikte de görüldüğü gibi, Türkiye’de sektörel büyüme hızları istikrarsız bir seyir izlemiş, özellikle kriz yıllarında tüm sektörlerde (1994 ve 2001) negatif büyüme oranları gerçekleşmiştir.

GRAFİK 8. SEKTÖREL BÜYÜME HIZLARININ GELİŞİMİ (%)



Dışa açılmanın ilk devresi olan 1980-1989 döneminde sanayi sektörü ortalama olarak yüzde 6 büyümüş, tarım (yüzde 0,7) ve hizmetlerdeki (yüzde 4,6) gelişim ise sanayinin gerisinde kalmıştır. 1980 öncesinde yaşanan kıtlıklar nedeniyle kullanılmayan atıl kapasitelerin kullanılmaya başlanması, 1980 sonrası dönemde sanayi sektöründe yaşanan hızlı büyüme üzerinde etkili olmuştur.²⁶⁸

Finansal serbestleşme sonrası dönemde ise sanayi ortalama olarak yüzde 4,6 büyümüş, yani finansal serbestleşme sonucu sanayinin gelişimi olumsuz yönde etkilenmiştir. Bu sonuç, finansal serbestleşme sonrası ülkeye yönelen dış kaynağın üretken yatırımlar doğrultusunda kullanılmadığını göstermektedir. 1990-1999 dönem ortalamaları incelediğinde; tarımın büyüme hızının bir önceki döneme göre arttığı, hizmet sektörünün ise azaldığı görülmektedir.

²⁶⁸ B. Ali Eşiyok, “Türkiye Ekonomisinde İktisadi Dönemler İtibariyle Büyüme, Büyümenin Dinamikleri ve İstikrar”, **Finans-Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 43, Sayı: 505, 2006, s. 52.

2000-2005 dönemine ait ortalamalara bakıldığında, bütün sektörlerde büyüme hızlarının olumlu etkilendiği, en hızlı gelişimin ise hizmetler sektöründe gerçekleştiği görülmektedir. Daha önce de ifade edildiği gibi, bu sonuçların ortaya çıkmasında 2000 sonrası uygulanan politikaların ve mali sektöre ilişkin reformların rolü büyüktür. Ayrıca 2001 yılında yaşanan büyük oranlı ekonomik daralmanın da bu süreçte etkili olduğu dikkate alınmalıdır.

Kısaca özetlemek gerekirse; Türkiye’de ekonomik büyüme amacı ulaşılması gereken nihai bir hedef olarak her dönem önemini korumuş, 1980 döneminde ihracatı artırıcı önlemler ile ihracata dayalı bir büyüme gerçekleşmiş, 1989 sonrası dönemde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile kısa vadeli sermaye girişine dayalı, spekülasyon gerekçeleri ağır basan istikrarsız bir büyüme yaşanmıştır. Sonuç olarak; Türkiye’de yaşanan finansal serbestleşme süreci ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyememiştir.

2.1.7. İstihdam Açısından

İşsizlik, ekonominin durgunluk dönemlerinde şiddetini artıran, hem ekonomik hem de sosyal sorunlara yol açan önemli sorunlardan biridir. Finansal serbestleşmeden beklenen, dış kaynak girişine bağlı olarak yatırımlardaki artış sonucu ekonomik büyümenin gerçekleşmesi ve istihdamın artmasıdır. Özellikle gelişmekte olan birçok ülkede ve Türkiye’de bu sonuçlara, beklenildiği düzeyde, ulaşamamıştır. Türkiye’de işsizlik her dönemde önemli bir sorun olmuş, gelişmiş ülkelerden farklı olarak küreselleşme ve teknolojik ilerleme nedeniyle değil, hızlı nüfus artışı yanında yetersiz büyüme ve sermaye kıtlığı sonucu ortaya çıkan yapısal sorunlar nedeniyle artış göstermiştir.

Türkiye’de 1980 öncesi dönemde uygulanan kalkınma planları çerçevesinde ekonomik büyüme ve istihdam öncelikli amaçlar olarak ele alınmış, 1980 sonrası dönemde ise bu amaçlar diğer amaçların gölgesinde kalmıştır.

Tablo 14’de de görüldüğü gibi, Türkiye’de işsizlik oranları oldukça yüksektir. Daha önceki bölümde de ifade edildiği gibi, işsizlik oranının gelişmiş ülkelerde

ortalama yüzde 3, gelişmekte olan ülkelerde ise yüzde 5 civarında olması normal karşılanmakta ve bu oranlara ulaşıldığında tam istihdam hedefi gerçekleştirilmiş varsayılmaktadır. Bu anlamda da Türkiye’de hiçbir dönemde tam istihdam amacına ulaşamamıştır.

TABLO 14. İSTİHDAMIN GELİŞİMİ (%)

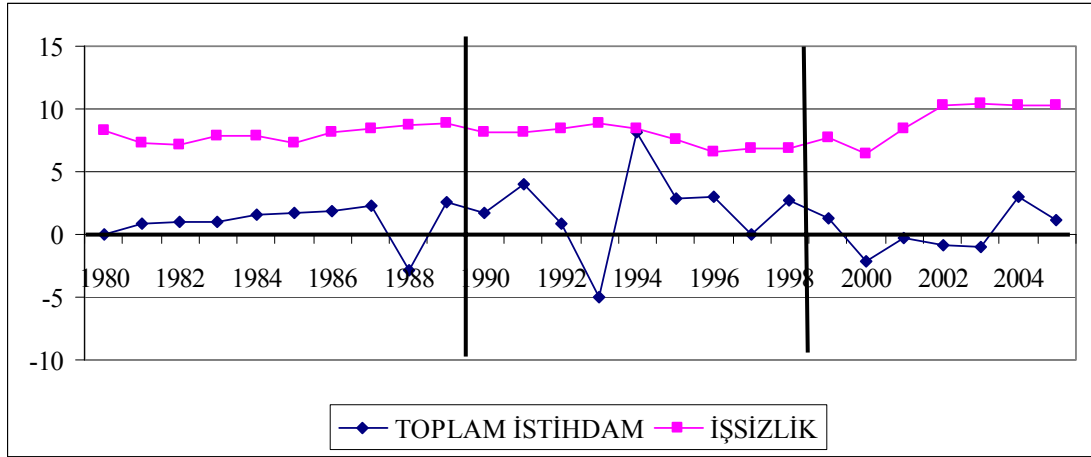
Yıllar	Toplam İstihdam (Bin kişi)	Değişim (%)	İşsizlik
1980	16,523	---	8,3
1981	16,664	0,85	7,3
1982	16,837	1,04	7,2
1983	17,004	0,99	7,9
1984	17,260	1,51	7,8
1985	17,547	1,66	7,3
1986	17,865	1,81	8,1
1987	18,268	2,26	8,5
1988	17,754	-2,81	8,7
1989	18,222	2,64	8,9
1990	18,539	1,74	8,2
1991	19,288	4,04	8,2
1992	19,459	0,89	8,5
1993	18,499	-4,93	8,9
1994	20,006	8,15	8,5
1995	20,586	2,90	7,6
1996	21,194	2,95	6,6
1997	21,204	0,05	6,8
1998	21,778	2,71	6,9
1999	22,048	1,24	7,7
2000	21,581	-2,12	6,5
2001	21,524	-0,26	8,4
2002	21,354	-0,79	10,3
2003	21,147	-0,97	10,5
2004	21,791	3,05	10,3
2005	22,046	1,17	10,3
1980-2005	19,461	1,19	8,2
1980-1989	17,394	1,10	8,0
1990-1999	20,260	1,97	7,7
2000-2005	21,574	0,01	9,3

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistik Yıllığı (1980-2003) ve Ekonomik Göstergelerden (Aylık) yararlanılarak hazırlanmıştır.

Türkiye’de toplam istihdam ve işsizlik oranlarının gelişimi dönemler halinde incelendiğinde; toplam istihdamın 1980-1989 döneminde ortalama yüzde 1,10 oranında artış gösterdiği, 1990-1999 döneminde ise bu oranının yüzde 1,97’ye yükseldiği görülmektedir. Finansal serbestleşme sonrası toplam istihdam artmış, fakat aynı dönemde, işsizlik oranlarında da artış gözlenmiştir. 1980-1989 döneminde işsizlik oranı yüzde 8, 1990-1999 döneminde ise 7,7 oranında artmıştır. İşsizlik oranlarının 2000-2005 dönem ortalamasına bakıldığında ise, işsizlik oranının ortalama yüzde 9,3 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu dönemde, enflasyon ve büyüme oranlarında gerçekleşen iyileşme istihdam üzerinde etkili olamamıştır. Yani, finansal serbestleşme sonrası işsizlik oranı artış göstermiştir.

Daha önce de ifade edildiği gibi, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve ekonomik büyümenin kısa vadeli sermaye akımlarına bağımlı hale gelmesi sonucu ekonomik büyüme de istikrarsız ve dalgalı bir seyir izlemiş, işsizlik de buna bağlı olarak artış göstermiştir.

GRAFİK 9. İSTİHDAMIN GELİŞİMİ (%)



İşsizlik oranlarındaki gelişimi grafikten de izlemek mümkündür. İşsizlik oranları, finansal serbestleşme sonrası dönemde, önceki döneme kıyasla daha istikrarsız bir gelişim göstermiştir. İşsizlik oranları, 2000 krizi sonrası yüzde 10’un üzerine çıkarak son yirmi beş yılın en yüksek değerine ulaşmıştır.

Yukarıda yapılan değerlendirmeler çerçevesinde, finansal serbestleşmenin para politikası amaçları üzerindeki etkilerini kısaca şöyle özetlemek mümkündür:

1980-1989 döneminde öncelikli amaçlardan biri olan enflasyonda, uygulanan politikalar sonucu önemli düşüşler görülmüş, fakat bu eğilim uzun sürmemiştir. Diğer bir amaç olan ödemeler dengesi amacıyla ise bu dönemde başarılı sonuçlara ulaşılmıştır. Söz konusu dönemde kur ve faiz istikrarı sağlanamamıştır.

1990-1999 döneminde ise mali piyasalarda istikrar amacı ön plana çıkmıştır. Bu amaçla döviz kurları, faiz oranları ve enflasyon oranları incelenmiş, ele alınan dönemde döviz kurları enflasyon oranları paralelinde seyretmiş kur istikrarı amacına ulaşma konusunda, belli dönemler hariç, başarılı olunamamış, faiz ve enflasyon oranlarında da istenilen başarı sağlanamamıştır. Bu dönemde ödemeler dengesi amacı da geri plana itilmiştir.

2000 ve 2001 yılında yaşanan krizler sonrası uygulamaya konulan politikalarda ise fiyat istikrarı ön plana çıkmış, 2001 yılında yürürlüğe giren programda fiyat istikrarı ulaşılması hedeflenen tek değişken olarak belirlenmiş, enflasyon oranlarında gerçekleşen düşüşler bu amaca kısmen ulaşıldığını göstermiştir. Söz konusu dönemde cari işlemler dengesinden önemli ölçüde sapılmıştır. Büyüme oranlarında önceki dönemlere kıyasla bir yükseliş yaşanmış, fakat işsizlik önemli ölçüde artmıştır.

2.2. Araç Değişkenler Açısından

Daha önceki bölümlerde de ifade edildiği gibi, Türkiye’de 1980 öncesi dönemde para politikası, yasal düzenlemelerle, piyasalara direkt müdahale nitelikli araçlarla yürütülmeye çalışılmış, bu bağlamda ağırlıklı olarak dolaysız para politikası araçlarına başvurulmuştur. Finansal serbestleşmeyi takip eden 1990’lı ve 2000’li yıllarda ise, mali piyasalarda ortaya çıkan gelişmelerin, finansal ve teknolojik yeniliklerin de etkisiyle, dolaysız araçların kullanımına son verilmiş, para politikası yalnızca piyasayla uyumlu araçlar tarafından yönlendirilmeye başlanmıştır. Merkez Bankası’nın en çok kullandığı dolaylı para politikası araçları; reeskont politikası, zorunlu karşılık uygulaması, açık piyasa işlemleri ve interbank para piyasası işlemleridir. Reeskont politikası ve zorunlu karşılıklar uygulaması 1980 öncesi dönemde de yoğun olarak kullanılmış, açık piyasa işlemleri ve interbank para piyasası ise 1980’lerin ikinci yarısından itibaren uygulamaya konulmuştur.

Çalışmamızın bu bölümünde, bu araçlar ilişkin değişiklikler yıllar itibariyle ortaya konulacak, böylece finansal serbestleşmenin para politikası araçları üzerindeki etkisi değerlendirilmeye çalışılacaktır.

2.2.1. Reeskont ve Zorunlu Karşılıklar Politikası

Türkiye’de reeskont politikası ve zorunlu karşılıklar uygulaması uzunca bir tarihi geçmişe sahip olan politika araçlarıdır. 1960’lardan 1980’lere kadar olan dönemde para politikalarını yürütmeye yoğun olarak kullanılan bu araçlar, tarihsel süreçte etkinliklerini giderek yitirirler de günümüzde halen kullanılmaya devam edilmektedir.

Asıl amacı, para arzını etkilemek olan reeskont politikası, Türkiye’de 1989 yılına kadar belli sektörleri teşvik etme ve tarımsal destekleme amacıyla kullanılmış, bu nedenle reeskont oranları, piyasa kredi faiz oranlarından düşük tutulmuş ve sektörel olarak farklılaştırılmıştır. Bu dönemde reeskont kredileri, kısa vadeli avans ile orta ve uzun vadeli krediler şeklinde kullanılmış, 1980 sonrası ihracatı artırmaya yönelik politikalar doğrultusunda ihracat reeskont kredileri ağırlık kazanmıştır. Tabloda da görüldüğü gibi, reeskont oranları, 1980-1989 dönemi boyunca, para arzındaki artışları denetlemek amacıyla belli dönemlerde yükseltile de, genellikle düşük tutulmuştur.

1989 yılında gerçekleşen finansal serbestleşme sonrası alınan kararlar ile, reeskont politikasında köklü değişiklikler yapılmış; orta ve uzun vadeli kredi tahsisine son verilerek, reeskont ve avans işlemleri bazında tek faiz oranı uygulamasına geçilmiştir. Reeskont kredileri kısa vadeli kredilerle sınırlandırılmış, böylece belli sektörleri teşvik aracı olmanın ötesinde bir para politikası aracı olarak kullanılması amaçlanmıştır. Fakat, 1991 yılında kamunun finansman açığını kapatmak amacıyla avans limitleri yükseltilmiştir. Bankacılık sektörünün likidite ihtiyacını karşılamak üzere geçmiş yıllarda kullanılan kısa vadeli senet reeskontu sistemi, 1995 yılı içinde tasfiye edilmiş, 1996 ve 1997 yıllarında bu kapsamda kredi kullanılmamıştır. 2001 yılında Merkez Bankası Kanunu’nda yapılan değişikliklerle, Merkez Bankası’nın Hazine’ye avans vermemesi ve kamu kuruluşlarına kredi açmaması hususu yasa ile güvenceye altına alınmıştır.

Tablo 15’de 1980-2005 yılları arasındaki reeskont oranları yer almaktadır. Tabloda da görüldüğü gibi, reeskont oranları genel olarak yükselme eğilimindedir. 1980’li yılların başında yüzde 30 civarlarında belirlenen oran, 1994’te yüzde 64’e, 1997’de ise yüzde 80’e kadar yükselmiş, 2000 yılı sonrası düşüş trendine girerek 2005 yılında yüzde 25 olarak gerçekleşmiştir.

TABLO 15. REESKONT VE ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI

Yıllar	Zorunlu Karşılık Oranları		Döviz Tevdiat Zorunlu Karşılık Oranı				Reeskont Faiz Oranı	TEFE
			Vadesiz		Vadeli			
	Vadeli (1 yıl)	Vadesiz	Döviz	TL	Döviz	TL		
1980	30	35	---	---	---	---	26	98,8
1981	30	35	---	---	---	---	31,5	35,5
1982	30	35	---	---	---	---	31,5	26,5
1983	25	25	---	---	---	---	48,5	29,7
1984	25	25	---	---	---	---	52	49,5
1985	19	19	20	20	20	20	52	41,6
1986	15	15	20	20	20	20	48	27,9
1987	14	14	20	20	20	20	45	36,8
1988	14	25	20	5	20	0	54	64,6
1989	10	20	20	5	20	0	54	62,3
1990	9	19	15	5	18	0	50,8	48,6
1991	7,5	16	9,5	8	11,5	3	54,5	59,2
1992	7,5	16	9,5	8	11,5	3	54,5	61,4
1993	7,5	16	9,5	8	11,5	3	54,5	60,3
1994	7,5	16	8	9,5	11,5	3	64	149,6
1995	8,5	17	8	10,5	12,5	3	57	65,6
1996	8	8	11	0	11	0	57	84,9
1997	8	8	11	0	11	0	80	91,0
1998	8	8	11	0	11	0	80	54,3
1999	6	6	11	0	11	0	80	62,9
2000	4	4	11	0	11	0	70	32,7
2001	4	4	11	0	11	0	70	88,6
2002	6	6	11	0	11	0	64	30,8
2003	6	6	11	0	11	0	48	13,9
2004	6	6	11	0	11	0	42	13,8
2005	6	6	11	0	11	0	25	2,6
1980-2005	12,4	15,8	12,8	5,7	13,6	3,6	53,6	53,5
1980-1989	21,2	24,8	20	14	20	12	44,3	47,3
1990-1999	7,4	13	10,1	7	12,5	2,1	63,2	73,7
2000-2005	5,3	5,3	11	0	11	0	53,2	30,4

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistik Yıllığı (1980-2003) ve Ekonomik Göstergeler (Aylık), Merkez Bankası Yıllık Raporlarından (1987-2005) yararlanılarak hazırlanmıştır.

1989 sonrası dönemde reeskont oranları önceki döneme oranla yükselmiş, 1980-1989 döneminde ortalama yüzde 44,3 olarak gerçekleşen bu oran, 1990-1999 döneminde büyük bir sıçrama göstererek yüzde 63,2'e yükselmiştir. Reeskont oranlarındaki yükselişler, Merkez Bankası'nın reeskont penceresinden açtığı kredi miktarının daraltması anlamına gelmektedir.²⁶⁹

Tabloda da görüldüğü gibi, TEFE 1980-1989 döneminde ortalama yüzde 47,3 iken, reeskont oranları ortalama 44,3 oranında gerçekleşmiş; 1990-1999 döneminde ise TEFE ortalama yüzde 73,7'ye, reeskont oranları da yüzde 63,2'ye yükselmiştir. Yani, 1990-1999 dönemi enflasyonun hızla arttığı bir dönem olmuş, sıkı para politikası önlemleri ile reeskont oranları yüksek tutularak kredi hacmi daraltılmaya çalışılmıştır.

Reeskont kredileri 1990'lı yılların ortalarından itibaren, açık piyasa işlemlerinin de ön plana çıkması ile birlikte, aktif olarak kullanılmamaktadır. Dolayısıyla, TCMB Yasası'nda bir para politikası aracı olarak yer almakta, fakat, önemini yitirmektedir.²⁷⁰

Diğer bir para politikası aracı olan zorunlu karşılık oranı uygulaması, ilk kez 1936 yılında Bankalar Kanunu ile kabul edilmiş²⁷¹, 1980-1989 yılları arasında para politikasının yürütülmesinde etkili olmuş, fakat kullanımı giderek azalmıştır. Tabloda da görüldüğü gibi, 1980-1982 yılları arasında vadeli ve vadesiz mevduatlara farklı karşılık oranları belirlenmiş, 1983 yılında ise tek oran uygulamasına geçilmiştir. Bu uygulama ile zorunlu karşılıkların selektif kredi politikası aracı olmaktan çıkarılması amaçlanmıştır.²⁷²

1988 yılında vadeli ve vadesiz mevduat için farklı oranlar belirlenmiş, 1996 yılında yeniden tek oran uygulamasına geri dönmüştür. Zorunlu karşılıklar zirai finansman ve özel finansman (KİT'lere zorunlu karşılıklardan sağlanan finansman)

²⁶⁹ Çetin Doğan, "Para Politikasının Etkinliği: Türkiye Açısından Bir Değerlendirme", **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 10, Sayı: 1, 2005, s. 38.

²⁷⁰ Önder, a.g.t., s. 280.

²⁷¹ Keyder, a.g.e., s. 48.

²⁷² Akçay, a.g.t., s. 115.

gibi amaçlarla da kullanılmış, karşılıkların yeniden dolaşıma dönmesi para arzının kontrolünü güçleştirmiş, bu nedenle esnek bir politika aracı olarak kullanılamamıştır.

1984 yılında Merkez Bankası Kanunu'nun 40. maddesi “Munzam karşılıklar hiçbir maksat ve mevzuunun finansmanı için kullanılamaz” şeklinde değiştirilmiş, fonların tamamının bloke edilmesi sağlanmış, böylece zorunlu karşılıkların çeşitli amaçlar için kullanılması engellenmeye çalışılmıştır.²⁷³

1984 yılında kambiyo sisteminde yapılan değişiklikler sonucu, döviz tevdiat hesaplarında* hızlı bir gelişim yaşanmış, böylece M2Y (M2 + Döviz Tevdiat Hesabı) para arzının kontrolü önem kazanmış, uzun dönemde bankaların döviz pozisyonlarını düzenlemek ve döviz olarak açılan mevduat artışını kontrol etmek amacıyla döviz tevdiat hesaplarına munzam karşılıklar uygulaması başlatılmıştır.²⁷⁴ Tabloda da görüldüğü gibi söz konusu karşılıklara 1985-1987 yılları arasında vade ayrımı yapılmadan tek bir oran uygulanmış, 1988 yılında vadeli ve vadesiz ayrımı yapılmaya başlanmıştır.

Zorunlu karşılık oranlarının gelişimine bakıldığında, zaman içinde azalan bir trend izlediği görülmektedir. Enflasyon oranları 1980-1989 döneminde yüzde 47,3'ten , 1990-1999 döneminde 73,7'ye yükselirken; zorunlu karşılık oranları TL için 1980 yılında yüzde 30'lardan günümüzde yüzde 6'ya, yabancı para için ise yüzde 20'lerden yüzde 11'e düşürülmüştür. Tabloda da görüldüğü gibi, 1980-1989 ve 1990-1999 dönemi için hesaplanan ortalama değerler, finansal liberalizasyon sonrası karşılık oranlarının giderek düşürüldüğünü ve çok sık değiştirilmediğini göstermektedir. Kısaca özetlemek gerekirse, Türkiye'de finansal liberalizasyon sonrasında hem reeskont hem de zorunlu karşılık oranları düşürülmüş, açık piyasa işlemleri ve interbank para piyasasının ön plana çıkması ile bu araçların kullanımı azalmıştır.

²⁷³ Keyder, y.a.g.e., ss. 51-58.

* Döviz tevdiat hesabı, yurtiçi ve yurtdışında yerleşik kişilerin, ticari bankalarda açmış oldukları yabancı para cinsinden mevduata verilen isimdir.

2.2.2. İnterbank Para Piyasası ve Açık Piyasa İşlemleri

Finansal serbestleşme sonrası dönemde, likidite yönetiminin etkin bir şekilde sağlanması amacıyla Merkez Bankası Kanunu'nun 55. maddesine dayanarak, bankalararası takas işlemlerinin idaresi için takas odaları oluşturulmuş, daha sonra ödemeler sisteminin sağlıklı şekilde işlemlerini sağlamak amacıyla elektronik fon transferi (EFT) sistemi kurulmuştur. EFT sistemi sayesinde işlemlerin elektronik ortamda, süratli ve güvenli bir biçimde gerçekleştirilebilmesi amaçlanmıştır. Merkez Bankası, ekonomideki likiditenin daha sağlıklı şekilde düzenlenmesi amacıyla yeni piyasalar oluşturmuştur.²⁷⁵ 1986 yılında interbank para piyasasının, 1987 yılında ise açık piyasa işlemlerinin uygulamaya konulması para politikaları açısından bir dönüm noktası olmuş, bu araçların kullanımı 1990'lı yıllarda giderek yaygınlaşmış ve günümüzde en sık kullanılan araçlar haline gelmişlerdir.

İnterbank para piyasası kısa dönem likidite ihtiyacının giderilmesi amacıyla bankalararası rezerv hareketlerini desteklemek, sistemdeki likiditenin düzenlenmesi ve dengeli bir biçimde bankalar arasında dağılımına yardımcı olmak ve kaynakların daha etkin bir şekilde kullanılmasını sağlamak amacıyla 2 Nisan 1986 tarihinde kurulmuştur. Bu tarihten itibaren kısa dönem nakit fazlası olup, bunu plase edemeyen bankalar ile kısa dönem nakit ihtiyacı bulunup bu ihtiyacını uzun dönemli varlıklarını elinden çıkarmadan karşılamak isteyen bankalar, söz konusu ihtiyaçlarını bu sistem aracılığıyla karşılamışlardır.²⁷⁶

İnterbank para piyasasının kurulması Merkez Bankası'na parasal genişlemeleri yakından izleme olanağı sağlamıştır. Bu piyasadaki işlemlerin vadesi genellikle gecelik (O/N) olmakla birlikte, bir gün, bir hafta, iki hafta gibi daha uzun vadeli de olabilmektedir. 1996 yılı Aralık ayında bir iş günü sonrası valörlü ertesi iş günü vadeli (T/N), bir işgünü sonrası valörlü bir hafta sonrası vadeli (T/W) işlemler de yapılmaya başlanmıştır.²⁷⁷ Merkez bankası 1999 yılında bankacılık sisteminde

²⁷⁵ Serkan Yiğit, "T.C.M.B. Bankalararası Para Piyasası", T.C.M.B. Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, Ankara, No:6, 2002, s. 2.

²⁷⁶ Keyder, a.g.e., s. 93.

²⁷⁷ TCMB, Yıllık Rapor 1997, Ankara, 1998.

gün içinde oluşan acil fon ihtiyaçlarının karşılanabilmesi ve ödeme sistemlerindeki tikanıkların giderilebilmesi amacıyla Gün İçi Limit (GİL) uygulaması, vadeli işlemlere derinlik ve süreklilik kazandırılması amacıyla Vadeli İşlemler Limiti (VİL) uygulaması başlatmıştır.

TABLO 16. İNTERBANK PARA PİYASASININ GELİŞİMİ

Yıllar	Toplam İşlem Hacmi (Trilyon TL)	Yüzde Değişim (%)	Toplam İşlem Hacmi (Reel)	Yüzde Değişim (%)	İnterbank Gecelik Faiz Oranları	İnterbank Para Piyasasına Katılan Banka Sayısı
1987	38	---	38	---	42,4	52
1988	112,7	196,6	66,4	74,7	46,8	59
1989	189	67,7	63,5	-4,4	26,9	62
1990	254	34,4	54,1	-14,7	62,7	65
1991	349,8	37,7	46,8	-13,5	59,9	67
1992	310,9	-11,1	25,4	-45,6	67,8	69
1993	632,9	103,6	31,0	21,6	69,9	70
1994	2.973,90	369,9	70,2	126,7	92,1	68
1995	5.190,60	74,5	65,4	-6,7	106,3	69
1996	9.041,40	74,2	64,0	-2,1	74,3	69
1997	15.638,90	73	61,1	-4,6	77,9	73
1998	32.356,10	106,9	72,1	18,0	79	75
1999	58.217,10	79,9	83,3	15,5	69,9	82
2000	50.027,60	-14,1	47,5	-43,0	199	88
2001	360.939,00	621,5	220,4	364,5	59	62
2002	435.266,20	20,6	184,1	-16,5	44	55
2003	698.750,10	60,5	241,3	31,1	26	51
2004	798.668,00	14,3	251,9	4,4	19,1	49
2005	890.182,00	11,5	266,6	5,8	13,6	48
1987-2005	---	106,8	---	28,4	65,1	---
1987-1989	---	132,1	---	35,2	38,7	---
1990-1999	---	94,3	---	9,5	76	---
2000-2005	---	119	---	57,7	60,1	---

Kaynak: DPT, TCMB yıllık raporlardan (1987-2005) yararlanılarak hazırlanmıştır. Faiz oranları, yılın son ayında cari olan oranları yansıtmaktadır. (İnterbank gecelik faiz oranı, aylık ortalama değerleridir.)

Bu piyasada Merkez Bankası'nın kote ettiği faiz oranları bankaların rezerv imkanları açısından önem taşımaktadır ve piyasanın likidite durumunun bir göstergesidir.²⁷⁸ Nakit bolluğu olan durumlarda faiz oranları düşmekte, nakit kıtlığı

²⁷⁸ Günal, a.g.e., s. 112.

olan günlerde de yükselmektedir. Merkez Bankası piyasadan para çekmek istediğinde veya döviz piyasasındaki aşırı talebi bu piyasaya yönelerek azaltmak istediğinde faizler yükselmektedir.

Tablo 16’da interbank gecelik faiz oranlarının gelişimi görülmektedir. İnterbank faiz oranları, inişli-çıkışlı bir seyir izlemiş, özellikle 1994 ve 2000 yıllarında ciddi yükselişler göstermiştir. Kriz yıllarında ortaya çıkan yoğun döviz talebi ve likidite sıkışıklığı faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. 2000 Kasım krizi sonrası dönemde gecelik faiz oranları çok hızlı bir şekilde yükselmiştir. Söz konusu piyasada gerçekleşen işlemlerin Merkez Bankası güvencesi altında olması, diğer bir deyişle, işlem riskinin Merkez Bankası tarafından üstlenilmesi bu durumda etkili olmuştur.²⁷⁹ Merkez Bankası, 2002 yılında uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi doğrultusunda kısa vadeli faiz oranlarını etkin bir şekilde kullanmış ve 2002 yılında toplam altı kez faiz indiriminde bulunmuştur. Faiz oranlarının dönemsel ortalamalarına bakıldığında, 1987-1989 yılları arasında yüzde 38,7, 1990-1999 yılları arasında yüzde 76 olarak gerçekleştiği görülmektedir. 2000-2005 döneminde ise ortalama yüzde 60,1 seviyelerine inen faiz oranı, 2000 yılı hariç tutulduğunda, çok daha düşük bir seviyeyi göstermektedir.

Tabloda da görüldüğü gibi, İnterbank para piyasası kurulduğu günden günümüze kadar geçen süre içinde gerek sisteme katılan banka sayısı gerekse işlem hacmi açısından hızlı bir gelişim göstermiştir. Sisteme 1987 yılında 52 banka, 1996 yılında 69 banka, 2005 yılında ise 48 banka katılmıştır. 1987 yılında tek taraflı toplam işlem hacmi 38 trilyon TL olarak gerçekleşirken, 1996 yılında 9.041,4 trilyon TL, 2005 yılında ise 890.182,0 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. 1990-1999 döneminde ortalama yüzde 94,3 artış gösteren işlem hacmi, aynı dönemde reel olarak* yüzde 9,5 oranında artmıştır. Reel işlem hacminde 2001 yılında gerçekleşen yüksek oranlı reel artışlar dikkati çekmektedir. Bu yılda yaşanan yüksek oranlı reel artış ve izleyen yıllarda reel işlem hacminin yüksek düzeylerde seyretmeye devam etmesi, 2001 sonrası dönemde bu aracın önemli oranda kullanıldığı anlamına gelmektedir.

²⁷⁹ TCMB, Yıllık Rapor 2000, Ankara, 2001

* Reel işlem hacminin hesaplanmasında 1987=100 bazlı GSMH deflatörü kullanılmıştır.

Merkez Bankası 2000 yılında interbank para piyasasında taraf olduğu işlemleri sınırlamaya yönelik bir politika izlemiş ve 2 Aralık 2002 tarihinde sistemin derinliğini artırmak, piyasalara karışık mesajlar verilmesini önlemek ve risklerin piyasa katılımcıları tarafından üstlenilmesini sağlamak amacıyla bu piyasadaki aracılık görevini bırakmıştır.²⁸⁰ 2005 yılında piyasadaki fazla likiditenin yaklaşık yüzde 85'i bu piyasa aracılığıyla çekilmiştir. Tüm bu gelişmeler son yıllarda interbank para piyasasının öneminin arttığını göstermektedir.

Son yıllarda önemi artan diğer bir para politikası aracı, açık piyasa işlemleridir. Daha öncedeki bölümde de ifade edildiği gibi, açık piyasa işlemleri para politikasının şartlara en iyi uyan aracıdır ve kullanımı oldukça esnektir. Amacı piyasadaki likiditeyi düzenlemek olan bu araç, 1986 yılında Merkez Bankası Kanunu'nun değiştirilmesi sonucu işlerlik kazanmış, gerçek uygulama 1987 yılında başlamıştır. Açık piyasa işlemlerinin kullanılmaya başlandığı ilk yıllarda doğrudan alım/satım ve repo/ters repo işlemleri için uygulanan faiz oranları MB tarafından belirlenmiştir. Faiz hadlerinin belirlenmesinde; devlet iç borçlanma senetleri ihale faizleri, hangi vadenin özendirilmek istendiği, interbank faizleri ve döviz piyasasındaki hareketler etkili olmuştur. Açık piyasa faiz hadleri, vergilendirme şekillerinin değişik olması nedeniyle, interbank para piyasasındaki karşılaştırılabilir vadedeki işlemlerdeki faiz hadlerinden 5-6 puan daha düşük belirlenmiştir. 1991 yılında yapılan düzenleme ile, doğrudan alım/satımda, 1992 yılında ters repoda ihale yöntemi uygulanmaya başlanmıştır. Böylece faiz hadleri Merkez Bankası tarafından değil, fiyatlarda istikrarı sağlayacağı beklentisi ile piyasa koşulları tarafından belirlenmiştir.

1994 yılında Merkez Bankası ilk kez İMKB borsası bono ve tahvil piyasasında doğrudan alım/satım ve repo/ters repo işlemleri yapmaya başlamıştır. Aynı yıl, ekonominin likiditesini daha iyi düzenleyebilmek amacı ile, bankaların yanı sıra aracı kurumların da doğrudan alım/satım, repo/ters repo işlemleri yapabilmelerine izin verilmiştir.²⁸¹

²⁸⁰ Hazine Müsteşarlığı, Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü, IMF ile İlişkiler Dairesi, **Ekonomik Program Raporu**, Kasım-Aralık, 2002

²⁸¹ TCMB Yıllık Rapor 1994, Ankara, 1995

Tablo 17’de açık piyasa işlemleri; doğrudan alım/satım ve repo/ters repo çerçevesinde ele alınmış ve bu işlem türlerinin gelişimi gösterilmiştir. Merkez Bankası, piyasanın likit olduğu dönemlerde doğrudan satım ya da ters repo işlemi yapmış, likidite sıkışıklığının yaşandığı dönemlerde ise doğrudan alım ya da repo işlemlerine başvurmuştur. Piyasadaki likidite fazlalığı ya da eksikliğin kalıcı olduğuna inanıldığı dönemlerde doğrudan işlemlere ağırlık verilmiş, piyasadaki dengesizliğin kısa vadede giderilebileceği dönemlerde ise açık piyasa işlemleri repo ve ters repo aracılığıyla yapılmıştır. Finansal serbestleşme sonrası dönemde sermaye hareketlerinin artması nedeniyle para piyasalarında kısa vadede hızlı değişimler yaşanmaya başlanmış, dolayısıyla repo ve ters repo işlemlerinin önemi artmış, doğrudan alım/satım işlemlerinin kullanımı giderek azalmıştır.

2000 ve 2001 yıllarında açık piyasa işlemleri, yaşanan krizler nedeniyle, kriz öncesi ve kriz sonrası olmak üzere farklılıklar göstermiştir. 2000 yılı Kasım krizine kadar olan dönemde; açık piyasa işlemleri yoluyla likidite yönetimi Net İç Varlıklar bandı çerçevesinde gerçekleşmiştir. Kriz sonrası dönemde ise, Merkez Bankası yoğun döviz talebi ve likidite sıkışıklığı nedeniyle doğrudan alım ve repo yolu ile piyasayı fonlamaya başlamıştır.

Merkez Bankası 2001 yılında, Şubat krizi sonrası dönemde, repo işlemleri yoluyla kamu bankalarının ve TMSF (Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu) bünyesindeki bankaların likidite ihtiyaçlarını karşılamış, ters repo işlemleri ile piyasadaki likiditeyi çekmeye çalışmıştır. Merkez Bankası bu dönemde piyasa faiz oranları üzerinde etkili olmaya başlamıştır.

Merkez Bankası 2002 yılında, 2001 yılına benzer şekilde açık piyasa işlemlerine devam etmiştir. 2001 yılında Bankacılık Operasyonu nedeniyle kullanılan ters repo uygulaması 2002 yılında da devam etmiştir.

2002 yılında kamu borçlanmasında istikrar sağlanması ve ikincil DİBS piyasasının derinleşmesi amacıyla piyasa yapıcılığı sistemi yürürlüğe konulmuş,

piyasa yapıcısı* bankalara ek likidite olanağı tanınmıştır. 2001 yılında yaşanan kriz sonrası kamu bankaları ve TMSF bünyesindeki bankalardan satın alınan DİBS nedeniyle ortaya çıkan likidite fazlalığı 2002 yılından sonra da devam etmiş, bu nedenle işlemler ters repoda yoğunlaşmış, birinci ve ikinci piyasadan doğrudan alım/satım işlemi yapılmamıştır.

TABLO 17. AÇIK PİYASA İŞLEMLERİNİN GELİŞİMİ (MİLYAR TL)

Yıllar	Doğrudan Alım	Doğrudan Satım	Ters Repo	Repo	Ters Repo Faiz Oranı
1987	933	322	5.742	---	37,80
1988	1.615	1.216	12.724	573	50,61
1989	2.133	2.949	17.497	75	31,04
1990	5.630	3.330	2.220	500	68,49
1991	13.100	6.975	80.443	834	60,60
1992	34.756	13.414	59.510	2.604	62,99
1993	112.407	86.365	84.375	5.495	61,65
1994	157.787	70.480	202.152	87.090	100,37
1995	781.000	2.261.000	7.135.000	61.000	78,19
1996	440.000	1.976.000	5.749.000	14.437.000	66,96
1997	1.026.000	3.243.000	9.830.000	150.396.000.000	64,45
1998	464.000	3.276.000	16.745.000	307.150.000.000	75,00
1999	3.299.000.000	3.196.000.000	1.682.000.000	432.592.000.000	64,45
2000	15.665.000.000	---	---	1.438.831.000.000	---
2001	500.316.000.000	364.989.000.000	2.974.734.000.000	3.065.171.000.000	66,15
2002	---	---	3.969.845.000.000	407.104.000.000	46,86
2003	---	---	4.860.250.000.000	7.691.000.000	36,02
2004	---	---	3.738.735.000.000	7.200.000.000	21,81
2005	---	---	1.539.200.000.000	109.375.000.000	14,83
1987-2005	---	---	---	---	56,02
1987-1989	---	---	---	---	39,82
1990-1999	---	---	---	---	70,32
2000-2005	---	---	---	---	37,13

Kaynak: TCMB Yıllık Raporlar (1987-2005), ve EVDS'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tabloda ters repo faiz oranlarına da yer verilmiştir. Faiz oranları özellikle kriz yıllarında, piyasada yaşanan likit sıkışıklığı nedeniyle, hazine ihale faizleri ve

* Piyasa yapıcıları, devlet iç borçlanma senetlerinin birincil piyasasında talep yaratmak ve ihracı gerçekleştirilen kıymetlerin ikincil piyasada aktif işlem görmesini sağlamak amacıyla faaliyette bulunmak üzere devlet tarafından seçilen finansal araçlardır. Piyasa yapıcılığı sistemi uygulaması ile, kamu finansmanının piyasa kaynaklı gerçekleştirilmesinin sağlanması, dolaylı para politikası araçlarının piyasa kaynaklı kullanımının kolaylaştırılması ve etkinleştirilmesi, devlet iç borçlanma senetlerinin ihraç yöntemlerinden biri olan ihale sisteminin desteklenmesi, istikrarlı ve öngörülebilir ihraç politikası oluşturma hedeflerine ulaşılması amaçlanmaktadır.

interbank faizlerindeki gelişime paralel olarak hızlı bir şekilde yükselmiştir. Merkez Bankası'nın 2001 yılından itibaren kısa vadeli faiz oranlarını temel politika aracı olarak kullanmaya başlaması nedeniyle faizler enflasyon beklentileri göz önünde bulundurularak belirlenmiştir. 2001 yılı sonrası faizler hızla gerilmiş, 2005 yılında yüzde 14,8 olarak gerçekleşmiştir.

Kısaca özetlemek gerekirse, Türkiye'de finansal serbestleşme sonrası dönemde kullanılan temel para politikası araçları; reeskont oranları, zorunlu karşılıklar, interbank para piyasası ve açık piyasa işlemleridir. Son yıllarda interbank para piyasası ve açık piyasa işlem hacmi giderek artmış, piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak yeni işlem türleri ortaya çıkmıştır. Söz konusu piyasaların hızla gelişmesi nedeniyle reeskont ve zorunlu karşılık uygulaması önemini yitirmiştir.

2.3. Stratejiler Açısından

Türkiye'de 1980'li yıllardan günümüze kadar uygulanan para politikaları çerçevesinde farklı stratejiler ön plana çıkmıştır. 1985 yılından sonra para programı oluşturulmaya başlanmış, fakat uygulanan programlar kamuoyuna açıklanmamıştır. Daha önce de ifade edildiği gibi, Türkiye'de para politikaları, 1990 yılına kadar herhangi bir stratejiye ya da para programına bağlı kalınmaksızın uygulanmış, 1990 yılında ilk kez bir para programı açıklanmıştır.

Tablo 18'de Türkiye'de uygulanan parasal hedefleme stratejileri yer almaktadır. Tablodan da anlaşılacağı gibi, Türkiye'de; parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi gibi alternatif para politikası stratejileri uygulanmış, 2001 yılından itibaren ise enflasyon hedeflemesi politikası gündeme gelmiştir.

Türkiye'de 1980-1989 döneminde uygulanan para politikalarında belli parasal değişkenlerin kontrolüne önem verilmiştir. 1980-1985 yılları arasında rezerv para, 1986-1988 yılları arasında M2 para arzı, 1989 yılında ise Merkez Bankası bilanço büyüklüğü hedeflenmiştir. Yani, 1980-1989 yılları arasında parasal hedefleme stratejisi ön plana çıkmıştır.

Türkiye’de finansal serbestleşme sonrası uygulanan para programları ve seçilen stratejiler hem ülke içi hem yurtdışı kaynaklı krizler nedeniyle terk edilmek zorunda kalmıştır. Tabloda da görüldüğü gibi, 1990-1999 yılları arasında üç kez strateji değiştirilmiştir.

TABLO 18. PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ

Parasal Hedefleme Stratejileri	1980-1989 Dönemi	1990-1999 Dönemi			2000-2006 Dönemi		
		1990-1993	1994-1995	1996-1999	2000-2001	2001-2005	2006
Parasal Hedefleme	X	X		X			
Kur Hedeflemesi			X		X		
Örtük Enflasyon Hedeflemesi						X	
Açık Enflasyon Hedeflemesi							X

Kaynak: Bu çalışma için tarafımızdan geliştirilmiştir.

1990 yılında ilk kez uygulamaya konulan para programında parasal hedefleme stratejisi seçilmiş; 1989 yılında başlatılan politika devam ettirilerek, geniş kapsamlı parasal büyüklükler yerine Merkez Bankası bilanço büyüklüğü kontrol altına alınmaya çalışılmış, aynı strateji 1992 yılı para programında da sürdürülmüştür.

1994 yılında, finansal serbestleşme sonrası ülkeye fon akışını kolaylaştırmak için uygulanan yüksek faiz-düşük kur politikası, kamu kesimi açıkları ve yüksek enflasyon gibi sorunlar nedeniyle, TL’nin yabancı paralar karşısındaki değerinin bir süre sabitleştirilmesi öngörülmüş, yani nominal çıpa olarak döviz kurları seçilmiştir. Böylece döviz kurunun istikrarına dayalı bir politikaya geçilmiş, kur çıpası 1995 yılının ilk on ayı boyunca uygulanmaya devam edilmiştir.

1995 yılının sonlarına doğru yaşanan politik belirsizlikler mali piyasalarda istikrar amacını ön plana çıkarmış, böylece kur çıpası terk edilmiştir. 1996-1999 yıllarında yeniden parasal hedefleme stratejisine geçilmiş, 1999 yılında IMF ile yapılan anlaşma sonucu kur çıpasına dayalı enflasyonu düşürme programı uygulamaya konulmuştur. Uygulanan kur çıpası stratejisi ikinci kez başarısızlığa uğramış, 2001 Kasım krizi sonrası esnek kur uygulamasına geçilmiştir.

2001 yılı Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile para ve kur gibi değişkenler yerine enflasyonun kendisi çıpa olarak seçilmiştir. Önce örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi olarak kullanılan bu strateji, 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesi şeklinde uygulanmaya başlanmıştır.

2.4. Finansal Serbestleşme, Para Politikaları ve Merkez Bankası Analitik Bilançosu

Merkez bankalarının bilançoları, para politikaları ile mali sistemin karşılıklı etkileşimi sonucunda biçimlenen ve dolayısıyla ekonomideki diğer birimlerin de karar almalarına yardımcı olan önemli bilgi kaynaklarıdır. Merkez bankası bilançolarını şirket ya da diğer banka bilançolarından ayıran en önemli fark, diğer bilançoların aksine aktif hareketli bir bilanço olmasıdır.

Merkez bankaları aktif yapılarına göre, pasiflerini belirlemektedir. Bunun temel nedeni, merkez bankasının basıp piyasaya sürdüğü paranın diğer kurumlar için bir varlığı temsil ederken, merkez bankası için borcu temsil etmesidir. Basarak piyasaya sürdüğü para, merkez bankasının yükümlülüğüdür. Bu yükümlülüğün karşılığı ise bilançonun aktifidir.

Merkez bankaları tarafından uygulanan para politikaları merkez bankalarının bilançolarına doğrudan doğruya yansımaktadır. Diğer bir deyişle, merkez bankası bilançosundaki kalemlerin gelişimine bakılarak para politikasının yönünü ve başarısını değerlendirmek mümkündür.

Bu düşünceden hareketle; çalışmamızın bu bölümünde, Türkiye’de uygulanan para politikaları Merkez Bankası analitik bilançosu yardımıyla incelenecek, böylece finansal serbestleşmenin etkileri daha net bir şekilde ortaya konulacaktır.

2.4.1. Analitik Bilançoda Yer Alan Kalemler

Analitik bilanço, Merkez Bankası bilançosundan türetilen bilançolardan biridir.* Para politikasını bir bütün olarak yansıtmaya özelliğine sahip olan analitik bilanço, para politikasının etkin işleyişinde geçerli kalemleri dikkate almakta ve ayrıntılarından kaçınmaktadır.²⁸² Analitik bilanço, toplam kalemler olarak düzenlenmekte ve bilançonun finansman şekli ile bu finansman ile yaratılan varlıkları göstermektedir.

Tablo 19’da analitik bilanço kalemlerine yer verilmiştir. Tabloda da görüldüğü gibi, analitik bilançonun aktifi dış varlıklar ve iç varlıklar gibi iki temel büyüklükten oluşmaktadır.

Dış varlıklar; altın mevcudu, Merkez Bankası şubelerinin kasalarındaki efektifler, yurtdışı muhabirler nezdindeki döviz mevcudu ve diğer döviz alacaklarını göstermektedir. İç varlıklar ise, nakit işlemler, değerlendirme hesabı ve IMF acil yardım takip hesabından oluşmaktadır. Bu kalemler içinde, nakit işlemler kalemi altında takip edilen ve TCMB’nin sahip olduğu DİBS’leri gösteren bankamız hesabı portföyü önemli bir yer tutmaktadır.²⁸³ Aktif içerisinde yer alan bankacılık sektörüne açılan krediler, para politikası gerektirdiği takdirde, kısılabilmektedir. Aktifteki kontrolü en zor kalem olan kamu bankalarına açılan krediler, 2001 yılında, iç varlık büyümesini kontrol altına almak ve böylece para politikasının etkinliğini artırmak amacıyla kaldırılmıştır.

²⁸² Hüseyin Selimler, “T.C.M.B. Bilançosu ve Analitik Bilanço”, Erişim:10.07.2006, http://www.geocities.com/ceteris_paribus_tr2/h_selimler2.doc

²⁸³ Çelik ve diğerleri, a.g.e, s. 44

TABLO 19. TCMB ANALİTİK BİLANÇO KALEMLERİ

A.Varlıklar	B.Yükümlülükler
A.1-Dış Varlıklar	B.1-Toplam Döviz Yükümlülükleri
A.2-İç Varlıklar	B.1-a-Dış Yükümlülükler
A.2-a-Nakit İşlemler	B.1-b-İç Yükümlülükler
A.2-aa-Hazine Borçları	B.1-ba-Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat
A.2-aa-i-Bankamız Portföyü	B.1-bb-Bankaların Döviz Mevduatı
A.2-aa-i-a-5 Kasım 2001 Öncesi DİBS	B.2-Merkez Bankası Parası
A.2-aa-i-b-İkincil Piyasadan Alınan DİBS	B.2-A-Rezerv Para
A.2-aa-ii-Diğer	B.2-Aa-Emisyon
A.2-ab-Bankacılık Sektörüne Açılan Nakit Krediler	B.2-Ab-Bankalar Mevduatı
A.2-ac-TMSF'na Kullandırılan Krediler	B.2-Aba-Bankalar Zorunlu Karşılıkları
A.2-ad-Diğer Kalemler	B.2-Abb-Bankalar Serbest İmkanı
A.2-b-Değerleme Hesabı	B.2-Ac-Fon hesapları
A.2-c-IMF Acil Yardım Takip Hesabı (Hazine)	B.2-Ad-Banka Dışı Kesimin Mevduatı
	B.2-B-Diğer Merkez Bankası Parası
	B.2-Ba-Açık Piyasa İşlemleri
	B.2-Bb-Kamununun YTL Mevduatı

Analitik bilançonun pasifi; toplam döviz yükümlülükleri ve Merkez Bankası Parası kalemlerinden oluşmaktadır. Toplam döviz yükümlülükleri; dış yükümlülükler ve iç yükümlülükleri kapsamaktadır. Bilançonun finansmanındaki ikinci kalem ise, Merkez Bankası'nın ekonomideki diğer birimlere olan TL yükümlülüklerini gösteren Merkez Bankası Parası'dır. MBP'sı para politikası uygulamalarının likidite üzerindeki etkisinin sağlıklı bir biçimde incelenebilmesini sağlamaktadır.²⁸⁴ Parasal Taban'a kamu mevduatının eklenmesi ile MBP'sına ulaşılmaktadır. Parasal Taban ise, Rezerv Para ve açık piyasa işlemleri toplamından oluşmaktadır. Rezerv parayı oluşturan kalemler ise; emisyon, bankalar mevduatı, fon hesapları ve banka dışı kesim mevduatıdır.

2.4.2. Analitik Bilanço Analizi

Çalışmamızın bu bölümünde, analitik bilançonun 1980-2005 yılları arasındaki gelişimi ele alınacaktır. Önce analitik bilanço kalemlerinin cari ve reel değerleri ile oransal gelişimi değerlendirilecek, daha sonra söz konusu kalemlerden hareketle hesaplanan bazı rasyolar yine aynı dönem içinde incelenecektir.* Böylece,

²⁸⁴ Süreyya Serdengeçti, **T.C. Merkez Bankası Vaziyeti ve Anlamı**, Ankara, 1997

* Bu tabloların hazırlanmasında kullanılan veriler Ek-1'de sunulmuştur.

finansal serbestleşmenin bilançonun hangi kalemleri üzerinde daha etkili olduğu ve para politikası uygulamalarını hangi yönde etkilediği açıklanacaktır.

2.4.2.1. Analitik Bilanço Kalemlerinin Gelişimi

Tablo 20’de analitik bilanço kalemlerinin 1980-2005 yılları arasındaki gelişimi (cari değerlerle) dönem ortalamaları itibariyle ele alınmıştır. Mali sistemin sağlıklı gelişebilmesi ve Merkez Bankası’nın para politikaları üzerinde etkili olabilmesi için bilanço büyüklüğünün denetim altına alınması gerekmektedir.

Tabloda da görüldüğü gibi, Türkiye’de 1980-1989 yılları arasında Merkez Bankası bilançosu yüzde 48,1 oranında büyümüştür. Merkez Bankası 1990 yılında ilk kez bir para programı ilan etmiş ve bilanço büyüklüğünün denetim altına alınması amacına odaklanmıştır. Programın uygulandığı yıl bu amaca ulaşılmış, fakat daha sonraki yıllarda bilanço denetimsiz bir şekilde büyümeye devam etmiş ve 1990-1999 döneminde ortalama yüzde 77,5 büyümüştür. 1980-1989 döneminde ağırlıklı olarak iç varlık artışları, 1990-1999 döneminde ise dış varlık artışları bilançonun büyümesine neden olmuştur.

Analitik bilançonun aktif bölümü; ülkedeki ekonomik yapı, para-sermaye piyasası, uygulanan mali politikalar ve dışa açıklık derecesi gibi konuları yansıtmaktadır. Bu nedenle, merkez bankalarının aktif kompozisyonu, ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir. Büyümeyi, kalkınmayı ve istihdamı amaç edinmiş bir merkez bankası bilançosunun aktifinde bankacılık sektörüne ve kamu sektörüne verilen kredilerin payı büyük olmaktadır.²⁸⁵ Türkiye’de 1970’li yıllarda para politikalarının ekonomik büyüme ve kalkınma amacını ön planda tutması nedeniyle iç varlıklar önemli ölçüde genişlemiştir. 1980 ve sonrası dönemde ise, kamuya açılan kredilerin denetimine yönelik düzenlemeler yapılmış, fakat finansal serbestleşme sonrası dönemde yaşanan krizler ve politik belirsizlikler kamuya açılan kredilerin artmasına yol açmıştır.

²⁸⁵ Ardic, a.g.t., s. 211.

TABLO 20. ANALİTİK BİLANÇONUN GELİŞİMİ (CARİ DEĞERLERLE BİN YTL)

MERKEZ BANKASI ANALİTİK BİLANÇOSU	1980-2005		1980-1989		1990-1999		2000-2005	
	Cari Değer	Cari Değişim	Cari Değer	Cari Değişim	Cari Değer	Cari Değişim	Cari Değer	Cari Değişim
VARLIKLAR	16.249.106	61,5	15.070	48,1	3.002.252	77,5	65.383.924	55,0
Dış Varlıklar	11.997.327	73,0	4.195	69,3	2.965.792	99,9	47.038.439	33,9
İç Varlıklar	4.251.779	-60,4	10.875	43,1	36.460	59,7	18.345.484	-415,8
Nakit İşlemler	4.190.644	-237,2	4.632	33,4	178.783	6,7	17.853.766	-1049,7
Hazine Borçları	5.448.230	135,2	3.555	34,9	422.724	84,6	22.898.534	370,0
Bankamız Portföyü	---	---	---	---	---	---	34.304.030	424,3
5 Kasım 2001 Öncesi DİBS	---	---	---	---	---	---	32.412.668	422,3
İkincil Piyasadan Alınan DİBS	---	---	---	---	---	---	158.422	0
Diğer	---	---	---	---	---	---	-57.329	-63966,5
Bankacılık Sektörüne Açılan Nakit Krediler	5.769	16,2	1.162	39,8	9.369	18,1	7.447	-22,5
TMSF'na Kullandırılan Krediler	---	---	---	---	---	---	300.383	---
Diğer Kalemler	-1.332.674	62,3	-85	-263,7	-253.309	362,9	-5.352.598	50,3
Değerleme Hesabı	39.139	264,8	6.243	55,4	-161.386	566,2	428.173	76,3
IMF Acil Yardım Takip Hesabı (Hazine)	---	---	---	---	---	---	190.634	0
YÜKÜMLÜLÜKLER	16.249.107	61,5	15.070	48,1	3.002.253	77,5	65.383.924	55,0
Toplam Döviz Yükümlülükleri	11.512.937	62,4	9.945	48,3	2.572.712	86,7	45.584.967	42,9
Dış Yükümlülükler	7.308.298	60,3	7.270	43,2	1.637.531	85,2	28.927.957	44,3
İç Yükümlülükler	4.204.639	79,0	2.675	88,4	935.181	93,2	16.657.011	41,3
Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat	1.531.269	94,1	1.269	84,2	348.424	125,3	6.052.677	57,0
Bankaların Döviz Mevduatı	2.673.370	305,0	1.406	768,5	586.757	94,8	10.604.334	37,3
Merkez Bankası Parası	4.736.169	86,4	5.125	49,1	429.540	66,6	19.798.956	175,5
Rezerv Para	3.895.862	57,0	4.591	48,8	861.833	73,1	15.438.030	42,7
Emisyon	2.530.209	57,9	2.181	47,6	532.014	76,4	10.073.913	42,3
Bankalar Mevduatı	1.318.807	60,1	2.069	57,3	312.738	71,4	5.190.153	60,1
Bankalar Zorunlu Karşılıkları	483.882	49,1	1.644	56,8	245.820	68,8	1.684.380	4,8
Bankalar Serbest İmkânı	834.926	121,8	425	66,9	66.918	192,3	3.505.773	86,6
Fon Hesapları	25.996	100,1	145	63,2	11.327	141,7	93.530	80,2
Banka Dışı Kesimin Mevduatı	20.850	42,4	195	30,0	5.753	58,1	80.434	34,7
Diğer Merkez Bankası Parası	840.307	-639,9	535	394,1	-432.293	-1991,1	4.360.926	61,3
Açık Piyasa İşlemleri	678.227	59,1	207	578,7	-483.748	-176,3	3.744.885	105,1
Kamunun YTL Mevduatı	162.080	206,7	328	384,1	51.456	108,6	616.041	104,1

Kaynak: TCMB'den yararlanılarak, Ek 1'de sunulan verilerden hareketle hazırlanmıştır.

Tabloda da görüldüğü gibi, 1980-1989 döneminde Hazine borçları yüzde 34,9 artış gösterirken, bu oran finansal serbestleşme sonrası dönemde yüzde 84,6'ya yükselmiş, 2001 yılında Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan düzenlemeler sonucu giderek küçülmüştür. 1990-1999 döneminde kredilerin ağırlıklı olarak kamu sektörüne açılması nedeniyle bankacılık sektörüne açılan kredilerin payı giderek azalmıştır.

1980-2005 döneminde büyük değişiklik gösteren ve bu değişikliklerle bilançonun genişlemesinde önemli rol oynayan diğer bir kalem ise değerleme hesabıdır. Bilanço içindeki payı giderek büyüyen bu kalem, Merkez Bankası'nın para politikasını yürütürken aktif kalemlerini kullanabilme olanağını kısıtlamış, bu durum Merkez Bankası'nın para politikası uygulamasında sahip olması gereken esnekliği azaltmıştır. Değerleme hesabı, finansal serbestleşme sonrası dönemde kurların aşırı değerlenmesine bağlı olarak artış göstermiş ve pozitif değerler (zarar) almıştır. Hazine'nin menkul değer olarak yaptığı ödeme ve Merkez Bankası'nın döviz pozisyonunun iyileşme göstermesi ile 1996 yılında pozitiften (zarar), negatife (kar) dönmüş, takip eden yıllarda Merkez Bankası'nın döviz pozisyonunu koruması nedeniyle bu şekilde devam etmiştir. 2001 yılının Şubat ayına kadar sabit bir gelişim gösteren ve döviz kurundaki değişimlerden etkilenen değerleme hesabı, kurların dalgalanmaya bırakılması ile birlikte artmış ve pozitif değerler almaya başlamıştır.

Dış ticaretin serbestleşmesi ve özellikle sermaye hareketlerindeki artış, ülke parası güçsüz olan gelişmekte olan ülkelerde, dövize yapılacak saldırıları karşılayabilme amacıyla döviz rezervlerinin artırılmasını gerektirmektedir.²⁸⁶ Tabloda da görüldüğü gibi, Türkiye'de de benzer gelişmeler yaşanmış, bilançonun aktifinde yer alan dış varlıklar sürekli artış göstermiştir. Bu kalem, 1980-1989 döneminde ortalama yüzde 69,3, 1990-1999 döneminde yüzde 99,9 oranında büyümüştür. Buradan da anlaşıldığı gibi, finansal serbestleşme sonrası dönemde ekonominin likiditesi büyük ölçüde dış varlık hareketleriyle sağlanmıştır. Tabloda da görüldüğü gibi, 1990-1999 döneminde ortalama aktif büyüklüğünün önemli bir bölümünü dış varlıklar oluşturmuş, dış varlıklara olan bağımlılık hızla artmıştır.

²⁸⁶ Ardic, a.g.t., s. 211.

Bilançonun pasif tarafı, toplam döviz yükümlülükleri ve Merkez Bankası Parası'ndan oluşmakta, aktifin finansman şeklini yansıtmaktadır. Merkez Bankası'nın hem yurtiçine hem yurtdışına döviz borcu bulunmakta, bu döviz yükümlülükleri aktiflerin yabancı para cinsinden finansmanını göstermektedir. Finansal serbestleşme sonrası döviz varlıklarındaki hızlı artışa karşılık, döviz yükümlülükleri de hızlı bir şekilde artmıştır. 1980-1989 döneminde döviz yükümlülükleri ortalama yüzde 48,3, 1990-1999 döneminde ise yüzde 86,7 oranında büyümüştür. İç yükümlülüklerdeki artış 1980-1989 döneminde bankaların mevduatından, 1990-1999 döneminde ise döviz olarak takip olunan mevduattan kaynaklanmıştır.

Merkez Bankası'nın aktifi finanse etmesinin ikinci yolu, TL yükümlülüklerindeki, yani Merkez Bankası Parası'ndaki artıştır. Merkez Bankası Parası; emisyon, açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılık oranları gibi büyüklüklerin tümünü kapsamaktadır. Merkez Bankası Parası, parasal hedefleme çerçevesinde uygulanan politikalar sonucu (özellikle 1991 ve 1992 yıllarında) hızla büyümüştür. İzleyen yıllarda yabancı sermaye girişlerine bağlı olarak döviz yükümlülükleri artmış, Merkez Bankası Parası artış hızı yavaşlamış, Merkez Bankası'nın piyasayı etkileme gücü zayıflamıştır. 1980-1989 döneminde Merkez Bankası Parası ortalama yüzde 49,1, 1990-1999 döneminde yüzde 66,6 ve 2000-2005 döneminde yüzde 175,5 artmıştır.

Emisyon, Merkez Bankası Parası içinde yer alan ve özellikle 1970'li yıllarda sıkça başvurulan finansman yöntemlerinden biridir. 1980'li yıllardan itibaren bilanço içindeki payı azalan bu kalem, 1980-1989 döneminde ortalama yüzde 47,6, 1990-1999 döneminde ise yüzde 76,4 artış göstermiştir. Finansal serbestleşme sonrası dönemde bankalar mevduatı kalemi de hızla büyümüştür. Bu kalemdeki büyüme, bankaların Merkez Bankası'nda buldukları serbest mevduatlardaki artıştan kaynaklanmıştır. 1990-1999 döneminde artış gösteren diğer bir kalem ise rezerv paradır. Rezerv para, Merkez Bankası Parası'nın aksine, açık piyasa işlemlerinden de etkilenmektedir. Açık piyasa işlemlerinin, özellikle kriz yıllarında piyasaya para

sürmek amacıyla kullanılması, bu dönemlerde rezerv parayı ve dolayısıyla emisyonu artırmıştır.

Kısaca özetlemek gerekirse, finansal serbestleşme sonrası dönemde dış varlıklar, iç varlıklara kıyasla önemli ölçüde artmıştır. Bu dönemde, iç varlıklar içerisindeki hazine borçları kalemi artış göstermiş, değerleme hesabındaki gelişmeler nedeniyle nakit işlemler kısılmıştır. Söz konusu dönemde döviz cinsinden finansman ağırlık kazanmış, Merkez Bankası Parası istenilen gelişmeyi gösterememiştir. Finansal serbestleşme sonrası döviz varlıkları artarken, döviz yükümlülükleri de önemli ölçüde artmıştır. Bu durum, döviz bağımlılığı artırırken, bilanço hakimiyetini zayıflatmıştır.

Tablo 21’de Merkez Bankası analitik bilançosunun gerçek gelişimini görebilmek ve kalemlerdeki artış oranlarını daha doğru değerlendirebilmek amacıyla reel değerlere yer verilmiştir.

Türkiye’de enflasyon oranının yüksek oluşu nedeniyle, cari değerler reel değerleri yansıtmamaktadır. 1980-1989 yıllarında cari değerlerle yüzde 48,1 büyüyen bilanço aynı dönemde reel olarak yüzde 2,6, 1990-1999 döneminde yüzde 2,1, 2001-2005 döneminde ise yüzde 14,7 oranında büyümüştür. Enflasyonun yüksek olduğu kriz yıllarında bilanço reel olarak daralmıştır.

Cari değerlerle artış gösteren iç varlıklar, 1980-1989 döneminde reel olarak yüzde 0,5, 1990-1999 döneminde yüzde 4,9 oranında küçülmüştür. Aynı gelişim dış varlıklar için de söz konusu olup, cari değerlerle yüksek artışlar gösteren dış varlıklar, finansal serbestleşme sonrası dönemde reel olarak yüzde 14,5 oranında büyümüştür. Aktifin içinde önemli bir paya sahip olan değerleme hesabındaki artış reel olarak da fazladır.

TABLO 21. ANALİTİK BİLANÇONUN GELİŞİMİ (REEL DEĞERLERLE BİN YTL)

MERKEZ BANKASI ANALİTİK BİLANÇOSU	1980-2005		1980-1989		1990-1999		2000-2005	
	Reel Değer	Reel Değişim	Reel Değer	Reel Değişim	Reel Değer	Reel Değişim	Reel Değer	Reel Değişim
VARLIKLAR	19.214	5,3	17.849	2,6	16.006	2,1	26.835	14,7
Dış Varlıklar	10.175	12,1	3.614	15,9	11.191	14,5	19.416	2,2
İç Varlıklar	9.039	-72,0	14.235	-0,5	4.815	-4,9	7.419	-291,1
Nakit İşlemler	6.011	-186,5	7.873	-6,6	3.342	-40,6	7.357	-699,6
Hazine Borçları	6.006	52,5	6.039	-5,9	3.749	7,8	9.714	214,5
Bankamız Portföyü	2.248	---	0	---	---	---	14.148	209,3
5 Kasım 2001 Öncesi DİBS	2.244	---	---	---	---	---	13.413	208,2
İkincil Piyasadan Alınan DİBS	---	---	---	---	---	---	97	-16,7
Diğer	---	---	---	---	---	---	-26	-2,9
Bankacılık Sektörüne Açılan Nakit Krediler	894	4,6	1.914	-1,6	409	-30,1	3	-46,6
TMSF'na Kullandırılan Krediler	---	---	---	---	---	---	189	-46,7
Diğer Kalemler	-932	-14,9	-80	-210,7	-815	147,4	-2.549	8,2
Değerleme Hesabı	3.006	119,5	6.362	7,3	1.446	271,3	12	34,9
IMF Acil Yardım Takip Hesabı(Hazine)	---	---	---	---	---	---	190	---
YÜKÜMLÜLÜKLER	19.214	5,3	17.849	2,6	16.006	2,1	26.835	14,7
Toplam Döviz Yükümlülükleri	13.392	5,0	11.481	3,0	11.569	6,5	19.615	5,7
Dış Yükümlülükler	9.598	3,0	9.323	-0,6	7.941	5,2	12.818	4,7
İç Yükümlülükler	3.794	18,0	2.158	32,6	3.628	10,9	6.797	8,1
Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat	1.486	27,5	1.141	30,0	1.350	28,7	2.286	22,0
Bankaların Döviz Mevduatı	2.308	168,5	1.017	488,1	2.278	11,6	4.511	4,0
Merkez Bankası Parası	5.822	22,9	6.368	2,5	4.437	-2,0	7.220	95,1
Rezerv Para	5.424	3,7	5.667	2,2	4.794	0,2	6.069	11,7
Emisyon	3.068	4,0	2.654	1,8	2.937	2,3	3.974	10,4
Bankalar Mevduatı	2.108	6,3	2.542	7,4	1.732	-0,8	2.011	16,4
Bankalar Zorunlu Karşılıkları	1.505	-3,6	1.999	7,2	1.434	-2,7	801	-21,2
Bankalar Serbest İmkanı	603	46,1	543	14,6	298	70,3	1.210	53,2
Fon Hesapları	103	30,4	158	11,9	80	39,1	50	40,5
Banka Dışı Kesimin Mevduatı	146	-6,6	313	-10,1	45	-8,8	35	2,1
Diğer Merkez Bankası Parası	398	-412,3	701	275,5	-357	-1291,0	1.151	20,3
Açık Piyasa İşlemleri	18	17,2	137	175,1	-626	-144,9	891	50,5
Kamunun YTL Mevduatı	380	116,1	564	266,4	269	19,5	259	51,9

Kaynak: TCMB'den yararlanılarak, Ek 1'de sunulan verilerden hareketle hazırlanmıştır. (1987=100 GSMH deflatörü ile reelleştirilmiştir.)

Bilançonun pasifi incelendiğinde, toplam döviz yükümlülüklerinin 1980-1989 döneminde yüzde 3, 1990-1999 döneminde ise yüzde 6,5 oranında arttığı görülmektedir. Merkez Bankasının TL cinsinden yükümlülüklerini gösteren Merkez Bankası Parası ise, 1980-1989 döneminde reel olarak artmış, 1990-1999 döneminde ise yüzde 2 oranında küçülmüştür.

TABLO 22. ANALİTİK BİLANÇONUN ORANSAL GELİŞİMİ (%)

MERKEZ BANKASI ANALİTİK BİLANÇOSU	1980-2005	1980-1989	1990-1999	2000-2005
VARLIKLAR	100	100	100	100
Dış Varlıklar	50,9	19,7	67,3	75,6
İç Varlıklar	49,1	80,3	32,7	24,4
Nakit İşlemler	31,3	45,4	21,6	24,3
Hazine Borçları	30	34,8	23,5	32,8
Bankamız Portföyü	---	---	---	32,9
5 Kasım 2001 Öncesi DİBS	---	---	--	32,9
İkincil Piyasadan Alınan DİBS	---	---	---	0,3
Diğer	---	---	---	-0,1
Bankacılık Sektörüne Açılan Nakit Krediler	5,4	11,1	2,9	0
TMSF'na Kullanılan Krediler	---	---	---	0,8
Diğer Kalemler	-4,3	-0,6	-4,9	-9,4
Değerleme Hesabı	17,6	34,9	10,9	-0,2
IMF Acil Yardım Takip Hesabı (Hazine)	---	---	---	0,2
YÜKÜMLÜLÜKLER	100	100	100	100
Toplam Döviz Yükümlülükleri	68,8	63,8	70,9	73,8
Dış Yükümlülükler	50,0	52,5	48,8	47,7
İç Yükümlülükler	18,8	11,3	22,0	26,1
Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat	7,5	6,2	8,2	8,7
Bankaların Döviz Mevduatı	11,3	5,2	13,9	17,4
Merkez Bankası Parası	31,2	36,2	29,1	26,2
Rezerv Para	29,8	32,3	30,7	24,3
Emisyon	16,7	15,1	18,7	15,9
Bankalar Mevduatı	11,7	14,5	11,1	8,1
Bankalar Zorunlu Karşılıkları	8,7	11,4	9,2	3,4
Bankalar Serbest İmkanı	3,0	3,2	1,9	4,7
Fon Hesapları	0,6	0,9	0,5	0,2
Banka Dışı Kesimin Mevduatı	0,9	1,8	0,3	0,1
Diğer Merkez Bankası Parası	1,3	3,9	-1,6	1,9
Açık Piyasa İşlemleri	-0,8	0,6	-3,2	0,9
Kamunun YTL Mevduatı	2,1	3,3	1,7	1,0

Kaynak: TCMB'den yararlanılarak, Ek 1'de sunulan verilerden hareketle hazırlanmıştır.

Bilançonun aktif ve pasif toplamlarının birbirine eşit olması, aktifte ve pasifte yer alan tüm kalemlerin toplam içindeki yüzde payının bulunmasını sağlamakta ve bu yüzdelerin belli bir zaman dilimi içindeki evrimi aktif ve pasif kompozisyonlarındaki değişmeyi göstermektedir. Bu amaçla Tablo 22’de analitik bilançonun oransal gelişimine yer verilmiştir.

Tabloda da görüldüğü gibi, bilançonun aktifini oluşturan iki ana kalem birbirinin tersine gelişim göstermiştir. Yani, dış varlıkların bilanço içindeki payı artmış, iç varlıkların payı ise azalmıştır. Finansal serbestleşme sonrası dönemde aktif kompozisyonu, önceki döneme göre değişmiş, 1980-1989 döneminde aktifi oluşturan en büyük kalem iç varlıklar iken, 1990-1999 döneminde dış varlıklar kaleminin aktif içindeki payı önemli ölçüde artmıştır.

1990-1999 döneminde kamuya açılan kredilerin azaltılmasına yönelik önlemler sonucu hazine borçları kaleminin aktif içindeki payı bir önceki döneme göre azalmış, fakat iç varlıklar içindeki önemini korumuştur. Bu dönemde kamuya açılan kredilerin yüksekliği, özel sektöre açılan kredilerin payının azalmasına neden olmuştur. Bankacılık sektörüne açılan kredilerin payı yüzde 11,1’den yüzde 2,9’a düşmüştür. (Crowding-out) 1980-1989 döneminde aktif içinde çok önemli bir paya sahip olan değerlendirme hesabının 1990-1999 dönemi içindeki payı yüzde 10,9’a düşmüştür.

Aktifin finansman şekline bakıldığında, finansal serbestleşme sonrası döviz cinsinden finansmanın ön plana çıktığı görülmektedir. Toplam döviz yükümlülüklerinin pasif içindeki payı yüzde 63,8’den yüzde 70,9’a yükselmiş, Merkez Bankası Parası’nın payı ise yüzde 36,2’den yüzde 29,1’e düşmüştür. Ayrıca, finansal serbestleşme sonrası dönemde emisyonun payı artmıştır. Finansal serbestleşme sonrası açık piyasa işlemleri yaygınlaşmış, zorunlu karşılıklar düşmüştür.

Sonuç olarak, 1980 sonrası dönemde bankaların Merkez Bankası'nda bulundurduğu mevduatın payı azalmış, açık piyasa işlemlerinin bilanço içindeki payı yükselmiştir. Açık piyasa işlemleri kalemi negatif değerler almaya başlamış, yani APİ yoluyla piyasaya likidite sürülmüştür.

2.4.2.2. Analitik Bilançodan Türetilen Rasyoların Gelişimi

Analitik bilançoda yer alan kalemlerin toplam içindeki yüzde payı kadar, bilanço kalemlerinin birbirine oranı da para politikalarının değerlendirilmesi açısından önem taşımaktadır. Bu nedenle, çalışmamızın bu bölümünde, analitik bilançodan türetilen çeşitli rasyoların tarihsel gelişimi ele alınacaktır.*

2.4.2.2.1. Dış ve İç Varlıkların Aktif Toplamı İçindeki Payı

Dış ve iç varlıkların aktif içindeki payı, Merkez Bankası'nın aktif kompozisyonunu göstermektedir. Grafikte de görüldüğü gibi, 1980-1983 döneminde dış varlıkların aktif toplamı içindeki payı hemen hemen aynı düzeyde seyrederken, 1984 yılında dış ticaretin liberalleşmesi ile artmaya başlamış, 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile hız kazanmıştır. 1987-1999 döneminde, 1991 yılı hariç, sürekli artış gösteren bu oran, 1999 yılında yaşanan deprem felaketi nedeniyle dış yardımların artması sonucu yüzde 100'ün üzerine çıkmıştır.²⁸⁷ 2000 ve 2001 yıllarında ise yaşanan krizlerin etkisiyle yurtdışına sermaye çıkışı hızlanmış, dış varlıkların payı azalmıştır.

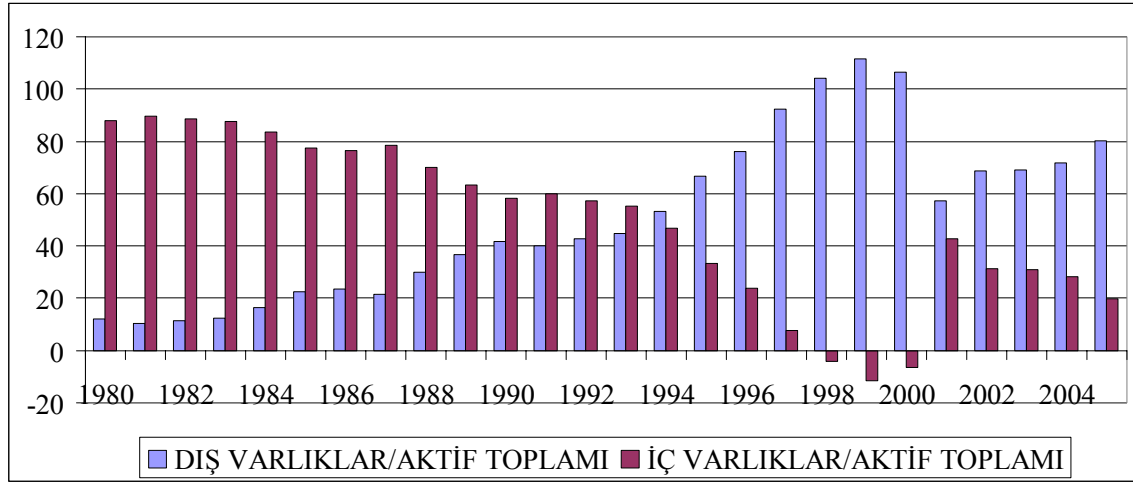
1990 yılı ve sonrasında Merkez Bankası'nın iç varlıklara sınır getirerek dış varlık artışıyla likidite yaratmayı hedeflemesi ve sermaye girişlerinin hızlanması sonucu dış varlıkların aktif toplamı içindeki payı artmış, iç varlıkların payı ise azalmıştır. Grafikten de izlenebileceği gibi, iç varlıkların toplam varlıklar içindeki payı giderek azalmış, 1998-2000 döneminde negatif değerler almıştır. Bunda, Hazine'nin Merkez Bankası ile yapılan protokol çerçevesinde kısa vadeli avans

* Bu rasyolara ilişkin veriler Ek-2'de sunulmuştur.

²⁸⁷ Aydanur Gacener, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Analitik Bilançosunun Değerlendirilmesi, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002), s. 115.

kullanımını sınırlı tutması ve alınan avansların bir sonraki ayda kapatılması, değerlendirme hesabının eksiye dönmesi, bankacılık sektörüne açılan kredilerin payının yok denilecek kadar az olması gibi faktörler etkili olmuştur.²⁸⁸

GRAFİK 10. DIŞ VE İÇ VARLIKLARIN AKTİF TOPLAMI İÇİNDEKİ PAYI (%)



Türkiye’de finansal serbestleşme sonrası dönemde sermaye girişleri hızlanmış ve buna bağlı olarak dış varlıklar artmış, iç varlıklar azalmıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak, enflasyondaki hızlı yükselişle beraber, ulusal para yerine yabancı para tercih edilmeye başlanmıştır. Para ikamesi olgusuna işaret eden bu sorun, 2000’li yıllara kadar artarak devam etmiştir. 2001 yılı sonrası uygulanan programın etkisiyle enflasyonun düşmesi ve ulusal paraya duyulan güvenin artması para ikamesi sorununu hafifletmiş, yabancı para yerine yerli paranın tercih edilmesi anlamına gelen ters para ikamesi olgusu gündeme gelmiştir.

2.4.2.2.2. Hazine Borçları ve Bankacılık Sektörüne Açılan Kredilerin Aktif Toplamı İçindeki Payı

Hazine borçları* ve bankacılık sektörüne açılan krediler, iç varlıklar kalemi içinde yer almakta ve gelişimleri toplam kredilerin genel eğilimini ve bu eğilimin

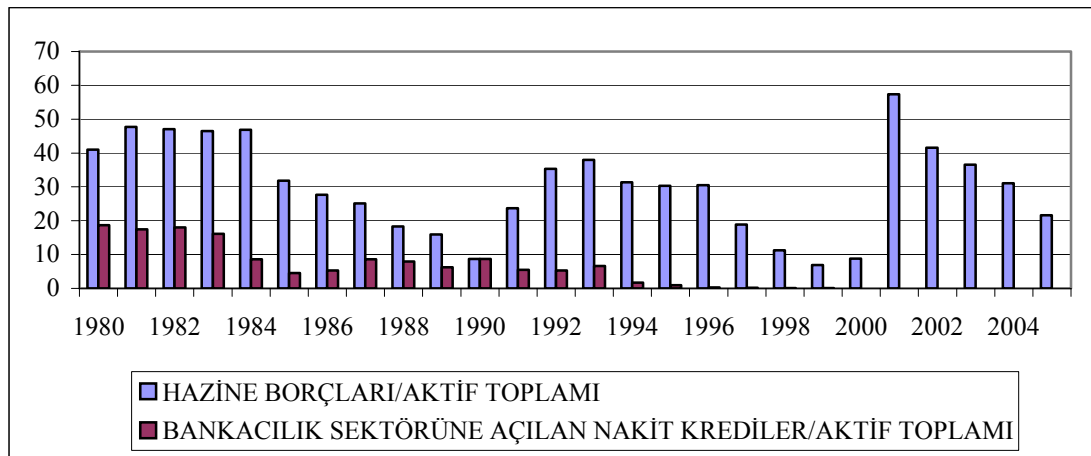
²⁸⁸ Ardıç, a.g.t., s. 246.

* 2001 yılı analitik bilançosunda kamu kesimine açılan nakit krediler hesabının adı Hazine Borçları olarak değiştirilmiştir

uygulanan politikalarla ilişkisini yansıtmaktadır. Grafikte de görüldüğü gibi, kamuya açılan kredilerin iç varlıklar içindeki payı istikrarsız bir gelişim göstermiştir. Bankacılık sektörüne açılan kredilerin payı ise kamu kredilerine oranla oldukça düşük düzeylerde seyretmiş ve giderek azalmıştır. Belli dönemlerde kamuya ve bankacılık sektörüne açılan toplam kredi miktarının aktif içindeki payı küçülmüştür. Bu gelişimde, değerlendirme hesabındaki artışın büyük etkisi olmuştur.

Özellikle 1980’li yıllarda kamuya açılan kredilerin miktarı artmıştır. Merkez Bankası’nın kamunun finansman açığını karşılaması anlamına gelen bu durum, olumsuz makro ekonomik sorunları da beraberinde getirmiştir. Hazine’nin Merkez Bankası’ndan kaynak kullanma yollarından biri olan ve doğrudan nakit borçlanması anlamına gelen avans uygulaması, bankanın söz konusu finansmanı para basmak suretiyle karşılaması nedeniyle enflasyonist etkiler yaratmıştır. Ayrıca Hazine tarafından kullanılan kısa vadeli avans kaleminin kaynak bakımından Merkez Bankası Parası’nın bir bölümünü oluşturması, özellikle finansal sıkıntı çekilen dönemlerde yoğun olarak bu kaynağa başvurulması nedeniyle Merkez Bankası bilançosunun büyümesine yol açmıştır.²⁸⁹

GRAFİK 11. HAZİNE BORÇLARI VE BANKACILIK SEKTÖRÜNE AÇILAN KREDİLERİN AKTİF TOPLAMI İÇİNDEKİ PAYI



²⁸⁹ Eren Çaşkurlu, “1980 Sonrasında Dönemde Merkez Bankası’ndan Kaynak Kullanımının Makro Ekonomik Etkilerinin Analizi”, **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 1, 2003, ss. 189-208.

Kamuya açılan krediler, 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren, Hazine ile Merkez Bankası arasında imzalanan protokol ve sonrasında uygulanmaya konulan para politikaları sonucu giderek azalmıştır. 2001 krizi sonrasında kamu bankaları ve TMSF'ye devredilen bankaların borçlanma ihtiyaçlarının karşılanması için Hazine tarafından verilen DİBS'lerin doğrudan alımı ve IMF'den sağlanan kredilerin Hazine'ye kullandırılması bu oranın yükselmesine neden olmuştur.

Merkez Bankası, değerlendirme hesabı izin verdiği ölçüde ve öncelikle kamuya kredi verdikten sonra bankalara kredi vermektedir. Türkiye'de kamu kesiminin aşırı borçlanma gereksinimi bankacılık sektöründe Crowding-out (dışlama) etkisi yaratmıştır. Özellikle 1990'ların başından itibaren devletin sermaye piyasalarına daha fazla yönelmesi sonucunda ortaya çıkan dışlama etkisi nedeni ile özel sektör, borçlanma piyasasından tamamen çekilmek zorunda kalmıştır. Merkez Bankası, 1990 yılı öncesinde kalkınmanın finansmanında üstlendiği aktif görev nedeniyle özel sektöre orta ve uzun vadeli kredi vermiştir. Bu durumda, Merkez Bankası tarafından serbestçe kontrol edilebilen aktiflerin kısa vadeli olma özelliği sağlanamamış, diğer bir deyişle, kamu sektörü yanında özel sektöre verilen kredilerin de uzun vadeli olması Merkez Bankası'nın etkin para politikası uygulaması açısından hareket kabiliyetini sınırlanmıştır.²⁹⁰

2.4.2.2.3. Değerleme Hesabının Aktif Toplamı İçindeki Payı

Merkez Bankası'nın döviz kurlarındaki değişime bağlı olarak karşılaştığı ve kur riskini belirleyen değerlendirme hesabı, aynı zamanda Banka'nın açık pozisyon zararını göstermektedir.²⁹¹ Değerleme hesabı esas itibariyle, Merkez Bankası'nın Hazine adına döviz pozisyonu taşıması nedeniyle ortaya çıkmış, Merkez Bankası'nın para yaratmasında en büyük faktörlerden biri olmuştur.²⁹² Değerleme hesabındaki artış, kurlardaki değerlenmeye bağlı olarak 1980'lerin ikinci yarısından itibaren hız kazanmıştır. Bu hesap, bilançonun yüzde 40'ını aşması ve kısa sürede tasfiye

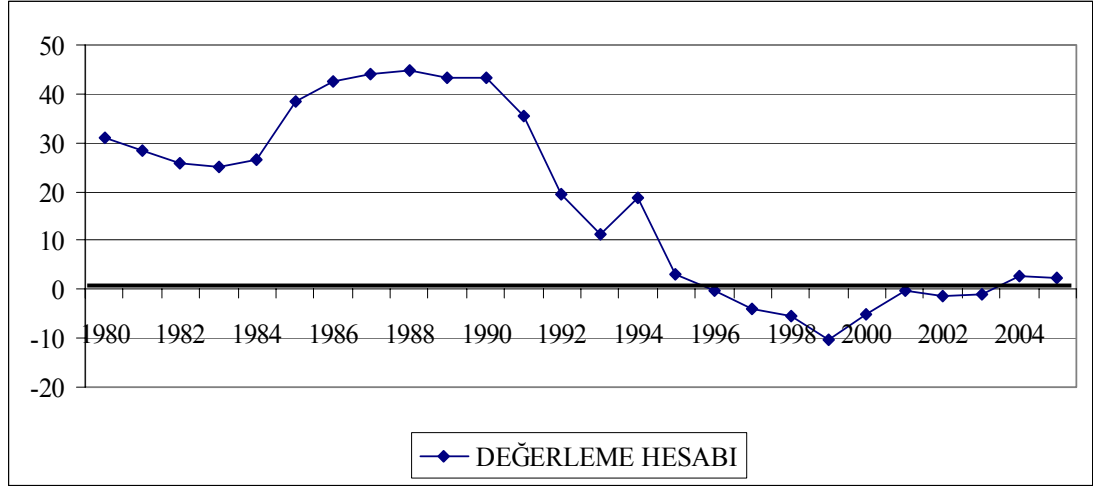
²⁹⁰ Parasız, 1998, s. 327.

²⁹¹ Gacener, a.g.t., s.118.

²⁹² Deniz Gökçe, "İstikrar Politikası Bağlamında Merkez Bankası ve Para Politikası", **Türkiye İçin Yeni Bir Vadeli İstikrar Programına Doğru**, TÜSİAD Yayınları, Yayın No: (TÜSİAD-T/95,6-180), s. 85.

edilemeyecek bir kalem olması nedeniyle, bilançonun aktifinin uzun vadeli olmasına yol açmış, yani Merkez Bankası'nın etkinliğini sınırlandırmıştır.

GRAFİK 12. DEĞERLEME HESABI/AKTİF TOPLAMI



Değerleme zararının toplam varlıklar içindeki payı, 1984-1988 döneminde bilanço içinde birikerek, 1988 yılında yüzde 44,8 ile en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Bu hesap, Hazine'nin bu hesaptan kaynaklanan borcunu DİBS olarak ödemesi ve dış varlıkların bilanço içindeki payının artması ile azalmıştır. 1996 yılında ise değerlendirme hesabı, Hazine'nin menkul değer olarak yaptığı ödeme sonucunda negatif değerler almış, bunu kur riskinin sürekli artması sonucu kur artışından doğan zararların azalması desteklemiştir. ABD Doları/Alman Markı paritesinin yıl genelinde özellikle de yılın son aylarında yükselmesi de değerlendirme hesabında aynı yönde gelişmelere yol açmıştır.²⁹³ 1997 yılında yüzde 4 kara dönüşen değerlendirme hesabı, 1999 yılında kar olarak en yüksek payı olan yüzde 10,32'e ulaştıktan sonra azalmış, fakat zarara dönüşmemiştir. 2001 yılında döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması ile birlikte hızlı bir hareketlilik gösteren bu hesabın aktif içindeki payı, 2004 yılında yüzde 2,7 olarak gerçekleşmiştir.

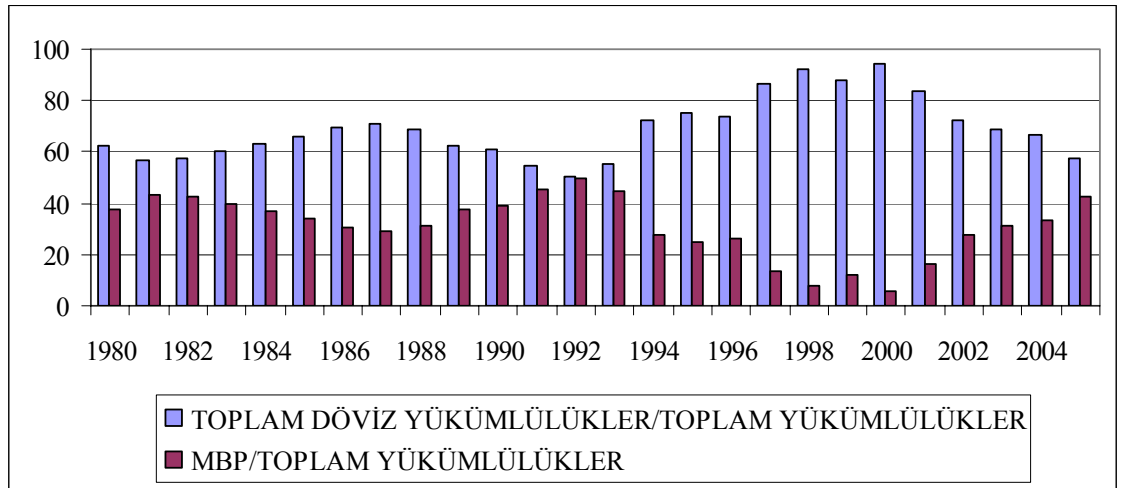
²⁹³ TCMB Yıllık Rapor 1996, Ankara, 1997

2.4.2.2.4. Toplam Döviz Yükümlülükleri ve Merkez Bankası Parası'nın Toplam Yükümlülükler İçindeki Payı

1980'li yıllarda kamuya açılan krediler ve değerlendirme hesabındaki artışın da etkisiyle Merkez Bankası iç varlıkları denetimsizce büyümüş, bu durum para politikasının etkinliğini sınırlamıştır. Bu nedenle Merkez Bankası para politikası olarak, aktifin finansmanını yani bilançonun pasif kısmını kontrol etmeyi amaçlamıştır.

Merkez Bankası'nın döviz finansmanı ve TL finansmanı olarak iki kaynağı bulunmaktadır. Grafikte 1980-2005 döneminde toplam varlıkların ne ölçüde döviz yükümlülükleri ve TL yükümlülükleri ile finanse edildiği yıllar itibariyle ortaya konulmaktadır. Grafikten de anlaşılacağı gibi Türkiye'de aktifin dövizle finansmanı ön plana çıkmıştır. Özellikle 1994 yılından itibaren varlıkların büyük kısmı döviz yükümlülükleri ile finanse edilmiş, Merkez Bankası Parası ile finanse edilen miktar azalmıştır. Yerleşiklere olan döviz cinsinden yükümlülüklerin hızla artması TL'nin yabancı paralarla ikamesini hızlandırmıştır.

GRAFİK 13. TOPLAM DÖVİZ YÜKÜMLÜLÜKLERİ VE MERKEZ BANKASI PARASI'NIN TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER İÇİNDEKİ PAYI (%)



1980-1987 döneminde Merkez Bankası bir taraftan TL kredi talebini karşılarken, diğer taraftan emisyonu artırmamaya çalışmış ve döviz olarak borçlanma yolunu seçmiştir. 1988-1992 döneminde TL kaynaklarıyla finansmana önem vermiş,

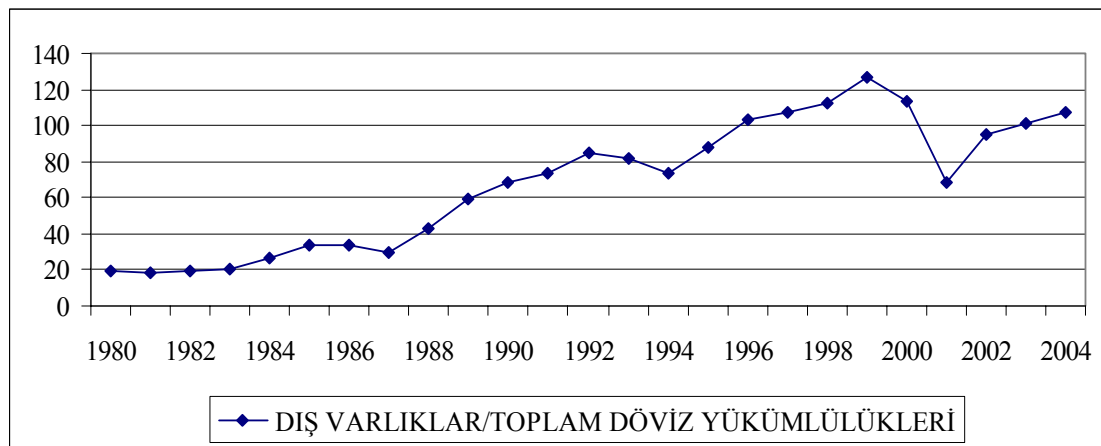
1992 yılında Merkez Bankası Parası'nın bilanço içindeki payı yaklaşık yüzde 50 ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 1993 yılından sonra düşüş eğilimine giren Merkez Bankası Parası'nın bilanço içindeki payı 2001 yılı sonrası artmaya başlamış, fakat bu artış sınırlı kalmıştır.

Merkez Bankası'nın bilançosunda kendi kontrolünde olan temel büyüklük Merkez Bankası Parası'dır. Dış yükümlülüklerde meydana gelen oransal artış bankanın para politikasını yönlendirme gücünü kısıtlamaktadır. Merkez Bankası'nın varlıklarını, döviz yükümlülüklerini artırarak finanse etmesi piyasalarda para ikamesinin giderek arttığını da göstermektedir. Para politikasının etkinliğinin sağlanabilmesi açısından, Merkez Bankası Parası'nın bilanço içindeki payının yüksek olması gerekmektedir.²⁹⁴

2.4.2.2.5. Dış Varlıkların Toplam Döviz Yükümlülükleri İçindeki Payı

Dış varlıkların toplam döviz yükümlülüklerine oranı kur riski olarak adlandırılmaktadır. Kur riski, dış yükümlülükler, dış varlıkları aştığında, yani kur riski oranı 1'in altına düştüğünde ortaya çıkmaktadır. Merkez bankalarının sağlıklı bir bilanço yapısına sahip olması için kur riski oranının bire eşit olması hedeflenmektedir.

GRAFİK 14. DIŞ VARLIKLAR/ TOPLAM DÖVİZ YÜKÜMLÜLÜKLERİ



²⁹⁴ Ardic, a.g.t., s. 251.

Bu çerçevede bakıldığında, Türkiye’de 1990 yılından önce bu oranın birin altında seyretmesi Merkez Bankası’nın kur riski taşıdığını göstermektedir. 1990’lı yıllardan itibaren ise kur riski oranının birin üzerine çıkması, döviz varlıklarının döviz yükümlülüklerini aştığı anlamına gelmektedir.

Türkiye’de kur riski oranının yıllar itibariyle nasıl değiştiği Grafik 5’ten izlenebilmektedir. Grafikten de anlaşılacağı gibi kur riski oranı, 1984 ve 1989 yıllarında artış eğilimine girmiştir.* Bu artışta, 1984 yılında dış ticaretin serbestleştirilmesine yönelik düzenlemeler ve 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşmesi etkili olmuştur.

Kur riski oranı, finansal serbestleşme sonrası dönemde, artan dış varlıkların da etkisi ile, büyümeye devam etmiş ve 1999 yılında 1.27 ile en yüksek orana ulaşmıştır. Bu oran, 1994 ve 2001 gibi kriz dönemlerinde azalış göstermiştir. Kriz yıllarında söz konusu oranın düşmesinde kısa vadeli sermayenin çıkış yönlü hareket göstererek dış varlıkların azalmasına yol açması ve döviz yükümlülüklerin artması etkili olmuştur.

2.4.2.2.6. Emisyonun Merkez Bankası Parası İçindeki Payı

Emisyon, Merkez Bankası Parası’nı oluşturan kalemlerden biridir ve Merkez Bankası’nın kontrolünde olan bir araçtır. Merkez Bankası Parası’nın toplam bilançoya, emisyonun da Merkez Bankası Parası’na oranı arttıkça zorunlu karşılıklar ve dispoñibilite oranları azaltılabilmekte ve bankacılık sisteminin kredi maliyetleri düşürülebilmektedir.²⁹⁵ Fakat, sağlıklı bir ekonomide emisyon hacminin toplumun talebi ile doğru orantılı olması gerekmektedir. Emisyonun Merkez Bankası Parası içindeki payı ekonomide likidite ihtiyacının artışı/azalışı şeklinde yorumlanabilmektedir.

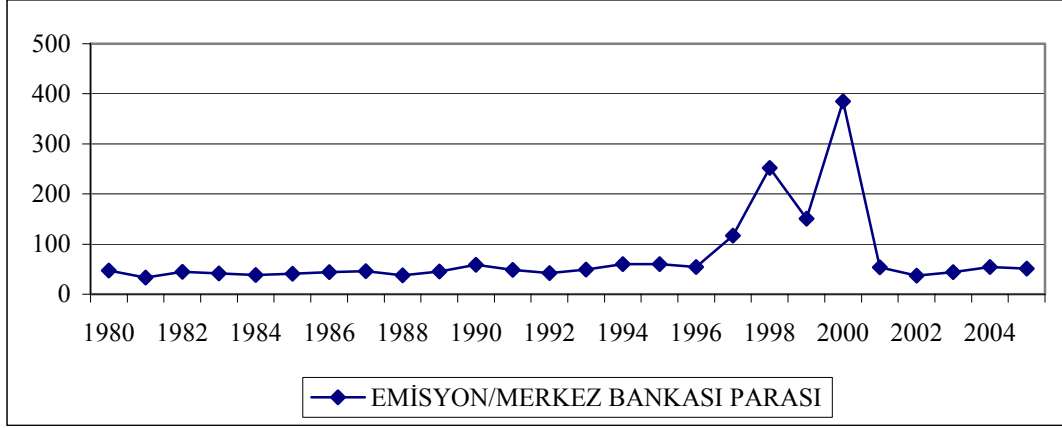
Grafikte de görüldüğü gibi, emisyonun Merkez Bankası Parası içindeki payı 1980-1996 döneminde yüzde 45-55 aralığında gerçekleşmiştir. Bu oran, 1997-2000

* Kur riski oranının artması, döviz varlıklarının döviz yükümlülüklerinden daha hızlı artması anlamına gelmektedir. Yani bu oranın artması kurlardaki artış riskinin azalmasını ifade etmektedir.

²⁹⁵ Acar, a.g.m., s.5

yılları arasında yüzde 100'ün de üzerine çıkararak önemli dalgalanmalar göstermiş, 2001 yılında yeniden düşüş eğilimine girmiştir.

GRAFİK 15. EMİSYON/ MERKEZ BANKASI PARASI



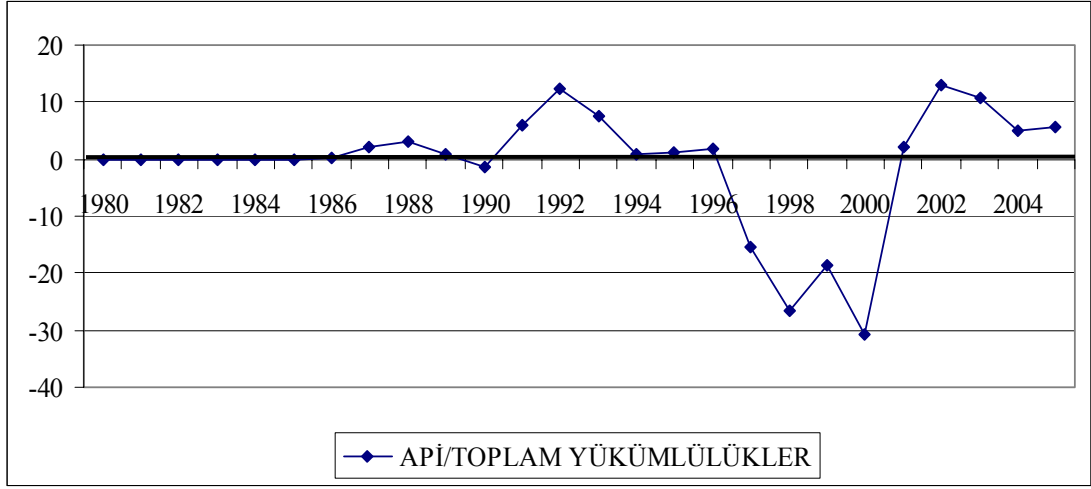
Ticari bankalardan farklı olarak devlet adına para basma yetkisine sahip olan Merkez Bankası, ekonominin likiditesini arttırmak isterse piyasadan döviz alabilmekte veya parasal tabanı genişleten emisyon başvurmuştur. Merkez Bankası Parası, Merkez Bankası kararlarıyla etkilenen parasal bir büyüklük olarak ortaya çıkmakta ve ağırlığını iç borç ödemelerine ilişkin emisyon hacmindeki artışlar oluşturmaktadır. Türkiye'deki kamu açıklarının özellikle 1990 sonrası dönemdeki artışı emisyon hacmindeki artışla uyumlu bir gelişim göstermiş, özellikle 1990'ların ikinci yarısında para basılarak iç borçların ödenmesi anlamına gelen monetizasyona (parasallaşma) başvurulmuştur.²⁹⁶

2.4.2.2.7. Açık Piyasa İşlemlerinin Toplam Yükümlülükler İçindeki Payı

Merkez Bankası, Hazine'ye ait tahvil ve bonoları alıp satarak ekonominin para arzını ve likidite düzeyini belirlemektedir. Banka bu gibi menkulleri piyasadan satın alarak karşılığında piyasaya TL arz etmektedir. Bu oran, Merkez Bankası'nın TL cinsinden yükümlülüklerin ne kadarının APİ yoluyla yaratıldığını ifade etmektedir. Bu oranın yüksekliği, Banka'nın talep edilenin çok üzerinde para yaratarak, bu parayı APİ mekanizması ile geri çektiğini ifade etmektedir.

²⁹⁶ Niyazi Özker, "Son Dönem Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Rasyoları ve Bütçenin Monetizasyonu", *Akademik Araştırmalar Dergisi*, Yıl: 3, Sayı: 9-10, 2001, s. 179-201.

GRAFİK 16. APİ/TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER



APİ 1987 yılında uygulanmaya başlamış, yeni bir uygulama olması nedeniyle toplam yükümlülükler içindeki payı 1991 yılına kadar önemli derecede bir değişim göstermemiştir. 1991 ve 1992 yıllarında kamu açığının finansmanı sonucu oluşan likiditenin APİ aracılığıyla çekilmesi nedeniyle APİ'nden doğan borçlar artmıştır. 1997 yılı öncesinde APİ işlemlerinden doğan borçlar pozitif bakiye verirken, bu yıldan itibaren negatif bakiye vermeye başlamıştır. 1997 yılında artan kamu açıkları ve Güneydoğu Asya krizinin de etkisiyle piyasada likidite sıkışıklığı meydana gelmiş, bu nedenle Merkez Bankası APİ aracılığıyla piyasayı fonlamıştır.

1997 yılına kadar sisteme borçlu olan Merkez Bankası, bu tarihten itibaren sistemden alacaklı hale gelmiştir. Bu dönemde, kamuya açılan kredilerin kısıtlanması sonucu APİ, ekonominin kısa dönemli likiditesini ayarlama işlevini yitirerek bankalara verilen sürekli bir kredi işlevi görmeye başlamıştır. Hazine fon ihtiyacını piyasalardan borçlanarak karşılamak zorunda kalmıştır. Bu dönemde bankalar APİ aracılığıyla Merkez Bankası'ndan borçlanıp, Hazine'ye borç vermişlerdir.²⁹⁷

2000 Kasım krizi sonrası dönemdeki aşırı döviz talebi ve likidite sıkışıklığı APİ işlemlerinin artırılmasını gerektirmiş ve APİ'nin toplam yükümlülükler içindeki payı yükselerek yüzde 30 olarak gerçekleşmiştir. 2001 ve sonrası dönemde piyasada oluşan likidite fazlası nedeniyle APİ'nden doğan borçlar artmıştır.

²⁹⁷ Kepenek, Yentürk, a.g.e., s. 229.

2.4.3. Finansal Serbestleşmenin Analitik Bilanço Üzerine Etkisinin Genel Değerlendirilmesi

Analitik bilançonun gelişimi genel olarak değerlendirildiğinde; finansal serbestleşme sonrası dönemde yaşanan gelişmelerin bilançoğu önemli ölçüde etkilediği anlaşılmaktadır. Mali sistemin sağlıklı gelişebilmesi ve Merkez Bankası'nın para politikasını etkin bir şekilde yürütebilmesi için, bilanço büyüklüğünü denetim altına alması gerekmektedir. Finansal serbestleşme sonrası dönemde bilançonun denetim altına alınması amacıyla uygulanan politikalar kısa vadede etkili olmuş, fakat bilançonun büyümesi engellenememiştir. 1980-1989 döneminde ortalama 48,1 büyüyen bilanço, 1990-1999 döneminde yüzde 77,5 oranında büyümüştür. Bu gelişme Merkez Bankası'nın para politikalarında etkinliğini sınırlandıran bir gelişme olmuştur.

Dış varlıkların bilanço içindeki payı, aktifin kalitesini göstermesi açısından önem taşımakta ve bu oranın yüksekliği olumlu bir gelişme olarak kabul edilmektedir. Dış varlıkların fazla olması; kur artış beklentilerini kırması açısından olumlu, fakat Merkez Bankası'nın kendi varlığı olmaması ve kontrolünü yapamaması nedeniyle para politikası etkinliğini sınırlandıran bir durumdur.

Tabloda da görüldüğü gibi, finansal serbestleşme sonrası dönemde aktifin kompozisyonu önemli ölçüde değişmiştir. Dış finansal serbestlikle birlikte artan döviz ve altın rezervleri nedeniyle varlıklardaki artışta büyük ölçüde dış varlıklar etkili olmuştur. Bu sonuçlar, finansal serbestleşme sonrası aktif kalitesinin arttığını göstermektedir. Fakat dış varlıkların Merkez Bankası'nın kontrol edebileceği bir büyüklük olmayışı Merkez Bankası'nın varlıklar üzerindeki hakimiyetini kaybettiği anlamına gelmektedir. Tabloda da görüldüğü gibi, iç varlık/dış varlık oranı 1990-1999 döneminde, bir önceki döneme kıyasla düşüş göstermiş, iç varlıklar azalmış, dış varlıklar artmıştır. Böylece, aktifin bileşimindeki değişme Merkez Bankası para politikalarında esnekliği sınırlandırmıştır.

Merkez Bankası bilançosu içindeki alacakların kısa vadeli oluşu para politikasının etkinliğini artıran faktörlerden biridir. Türkiye'de kalkınmanın

finansmanı amacıyla kamuya açılan orta ve uzun vadeli krediler para politikasının etkinliğini zayıflatmıştır. Bu nedenle kredilerin azaltılmasına ve iç varlık artışını kontrol altına almaya yönelik politikalar uygulanmıştır. İç varlıklar, uygulanan politikalar, değerlendirme hesabındaki ve dış varlıktaki artışa bağlı olarak azalmıştır. Nakit işlemlerdeki azalışın en önemli nedeni değerlendirme hesabının büyüklüğüdür ve bu oranın düşürülmesi hedeflenmiştir. Değerleme hesabının aktif içindeki payı, döviz varlıklarının döviz yükümlülüklerinden daha hızlı artması ve TL'nin değerlenmesine bağlı olarak azalmaya başlamış, 1990-1999 döneminde yüzde 10,9 olarak gerçekleşmiştir.

Finansal serbestleşme dış varlıklar üzerinde etkili olduğu kadar toplam döviz yükümlülüklerini de etkilemiştir. Kur riski oranını gösteren dış varlıklar/toplam döviz yükümlülükleri oranı finansal serbestleşme sonrası TL'ndeki değerlenmeye bağlı olarak yükselmiştir. Para politikasının etkin işleyebilmesi için döviz yükümlülüklerinin pasif içindeki payının küçük olması gerekmektedir. Türkiye'de ise finansal serbestleşme sonrası toplam döviz yükümlülüklerin pasif içindeki payı artmış, Merkez Bankası Parası'nın payı ise azalmıştır. 1990-1999 döneminde aktifin finansmanında döviz cinsinden finansmanı gösteren döviz yükümlülüklerinin pasif içindeki payı yüzde 70,9, TL cinsinden finansmanı gösteren Merkez Bankası Parası'nın payı ise yüzde 29,1 olarak gerçekleşmiştir. Bankanın yarattığı yükümlülüklerin içinde döviz yükümlülüklerinin çok hızlı artması para ikamesi sürecini hızlandırmıştır.

Merkez Bankası Parası içinde yer alan emisyon, Merkez Bankası'nın piyasaya doğrudan müdahale araçlarından biridir ve para politikasının etkinliği açısından emisyonun Merkez Bankası Parası içindeki payının yüksek tutulması gerekmektedir. Finansal serbestleşme öncesi yüzde 41,9 olan bu oran, finansal serbestleşme sonrası yüzde 89,2'ye yükselmiştir. Bu gelişme Merkez Bankası'nın piyasayı kontrolü açısından olumlu bir gelişmedir. Fakat Merkez Bankası Parası'nın toplam yükümlülükler içindeki payının azalması nedeniyle Merkez Bankası para hacmini kontrol etmekte zorlanmıştır.

TABLO 23. ANALİTİK BİLANÇODAN TÜRETİLEN RASYOLARIN DÖNEMSEL GELİŞİMİ

RASYOLAR	1980-2005	1980-1989	1990-1999	2000-2005
Bilanço Büyüklüğü (% Değişim)	61,5	48,1	77,5	55
Dış Varlıklar/Aktif Toplamı	50,9	19,7	67,3	75,6
İç Varlıklar/Aktif Toplamı	49,1	80,3	32,7	24,4
İç Varlıklar/Dış varlık	228,2	500,3	70,9	37
Hazine Borçları/Aktif Toplamı	30,0	34,8	23,5	32,8
Bankacılık Sektörüne Açılan Nakit Krediler/Aktif Toplamı	5,4	11,1	2,9	0
Değerleme Hesabı/Aktif Toplamı	17,6	34,9	10,9	-0,2
Toplam Döviz Yükümlülükleri/Pasif Toplamı	68,8	63,8	70,9	73,8
Merkez Bankası Parası/Pasif Toplamı	31,2	36,2	29,1	26,2
Emisyon/Merkez Bankası Parası	74,5	41,9	89,2	104,2
Dış Varlıklar/Toplam Döviz Yükümlülükleri	71,2	30,5	92	104,3
Açık Piyasa İşlemleri/ Pasif Toplamı	-0,8	0,6	-3,2	0,9

Kaynak: Tablo 22'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Finansal serbestleşme sonrası dönemde ekonominin likiditesini ayarlama amacı ile APİ'ne daha sık başvurulmuş, APİ'nin pasif toplamı içindeki payı artmıştır. 2000-2005 dönemindeki gelişmelere bakıldığında, aktif kompozisyonunun dış varlık lehine olduğu görülmektedir. İç varlık/dış varlık oranı bir önceki döneme kıyasla düşüş göstermiştir. Kurlardaki değerlenme sonucu değerlendirme hesabı negatif gerçekleşmiştir. 2001 yılı hariç tutulduğunda, kamuya ve bankacılık sektörüne verilen kredilerin azaldığı görülmektedir. Aktifin finansman şekli değişmemiş, dövizle finansmana devam edilmiştir. Merkez Bankası Parası düşüş göstermiş, fakat emisyonun payı artmış, kur riski oranı yükselmiştir.

Sonuç olarak, finansal serbestleşme sonrası bilançonun aktifindeki gelişmeler olumlu olarak değerlendirilse de, bilançonun pasifinde yaşanan gelişmeler Merkez Bankası'nın para politikası etkinliğini kısıtlamıştır. Döviz yükümlülüklerindeki hızlı artış para ikamesini hızlandırmış, Merkez Bankası Parası'nın sürekli azalışı Merkez Bankası'nın piyasalara müdahale gücünü zayıflatmıştır.

Merkez Bankası para politikasının esnekliğini etkileyen faktörler açısından genel bir değerlendirme yapıldığında, finansal serbestleşme sonrasında;

- Aktifte dış varlıkların payının artması,
- Aktifte alacakların daha çok kamunun lehine değişmesi ve bu alacakların uzun vadeli olması,
- Pasifte döviz yükümlülüklerinin payının artması,
- Merkez Bankası Parası içinde emisyonun payının artmasına rağmen, pasif toplamında Merkez Bankası Parası'nın toplamının düşmesi,
- Sıcak para girişine bağlı olarak Merkez Bankası döviz rezervlerinin artması ve buna bağlı olarak bilanço büyüklüğünün artması,
- Kur artışlarına karşı döviz rezervi tutma zorunluluğuna bağlı olarak büyük miktarda döviz rezervi tutulması ve bunun karşılığında piyasaya TL verilmek zorunda kalınmasının Merkez Bankası'nın para politikalarında etkinliğinin azalmasına neden olduğu ifade edilebilmektedir.

2.5. Finansal Serbestleşme, Yatırım Araçları ve Para Politikası

Çalışmamızın bu bölümünde, Türkiye'deki alternatif yatırım araçları ile bu araçların cari ve reel getiri* oranları incelenecek ve finansal serbestleşmenin finansal yatırım araçlarının getirileri üzerine etkileri değerlendirilecektir. Bunun yapılmasındaki amaç ise, yatırım araçlarının getirilerine bağlı olarak gerek yerleşiklerin gerekse yabancıların yatırım tercihlerinde ortaya çıkan değişmelerin para politikalarının etkinliğini ne yönde değiştirdiğini ortaya koymaktır.

* Reel getiriler oranları, $[(1+\text{getiri oranı}) / (1+\text{enflasyon oranı}) - 1] \times 100$ formülü ile hesaplanmıştır.

2.5.1. Yatırım Aracı Olarak Altın ve Getirisi

Türkiye'nin en eski piyasalarından biri olan altın piyasası, tasarruflarının değerlendirilmesinde alternatiflerin kısıtlı olduğu 1980 yılı öncesinde geniş bir işlem hacmine sahip iken, 1980 sonrası dönemde kıymetli madenlerin ticaretindeki serbestleşme ve farklı tasarruf alternatiflerinin ortaya çıkması ile eski cazibesini yitirmiş, fakat uluslararası alanda yaşanan krizler ve savaş olasılıkları gibi faktörlerle yeniden ön plana çıkmıştır.²⁹⁸

Türkiye'de altın genellikle yatırım ve saklama amacıyla talep edilmektedir. Altın talebi, nikah törenleri, bayramlar ve sünnet düğünleri gibi dönemlerin yanı sıra; savaş, sıkı yönetim, olağanüstü hal gibi dönemlerde daha da artmaktadır. 1996 yılında Dünya Altın Konseyi tarafından PIAR Gallup firmasına yaptırılan araştırmada, Türk halkının yüzde 62'sinin altını sadece mücevheratta kullanılan bir madde, yüzde 38'inin ise genel anlamda bir yatırım aracı olarak gördüğü sonucu ortaya çıkmıştır.²⁹⁹

Tablo 24'de Türkiye'de altının cari ve reel getirileri yer almaktadır. Tablodan da anlaşılacağı gibi, altının getirisi cari olarak yüksek fakat dalgalı bir seyir izlemektedir. Özellikle 1994 ve 2001 kriz yıllarında altın getirisi, reel olarak çok yüksek olmasa da, cari olarak önemli ölçüde artmıştır. Bu gelişmede, kriz yıllarında gerçekleşen büyük çaplı devalüasyonlar ve altın fiyatlarındaki hızlı yükselişler etkili olmuştur. Getirisi açısından bu tür dalgalanmalar gösteren altının, riskli bir yatırım aracı olduğu söylenebilmektedir.

Dönemsel ortalamalara bakıldığında, 1990-1999 döneminde altının cari değerlerle en yüksek getiriyi sağladığı görülmektedir. Fakat bu dönemde yaşanan yüksek oranlı enflasyon nedeniyle reel olarak herhangi bir kazanç söz konusu değildir. Tabloda da görüldüğü altının getirisi reel olarak oldukça düşüktür. Yani,

²⁹⁸ Sadi Uzunoglu, **Para ve Döviz Piyasaları**, Literatür Yayıncılık, Genişletilmiş 2.b., İstanbul, 2003, s. 147.

²⁹⁹ M. Göknül Vural, **Altın Piyasası ve Altın Fiyatlarını Etkileyen Faktörler**, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2003, s. 59.

cari değerlerle bakıldığında, altın yüksek getirili bir araç gibi gözükmele birlikte reel olarak karlı bir yatırım aracı sayılmamaktadır. Dönem ortalamaları açısından da bakıldığında, altının reel olarak kazanç sağlamayan bir araç olduğu görölmektedir. Altın reel olarak sadece 2000-2005 döneminde kazandıran bir araç olmuştur.

TABLO 24. CUMHURİYET ALTININ GETİRİSİ

Yıllar	Cumhuriyet Altını (Serbest Piyasa Fiyatlarıyla)		TEFE
	Cari	Reel	
1984	15,9	-24,6	53,6
1985	35,5	-3,6	40,5
1986	66,2	32,5	25,5
1987	79,1	18,1	51,6
1988	31,8	-21,5	67,9
1989	27,9	-21,2	62,3
1990	13,6	-23,6	48,6
1991	67,8	5,4	59,2
1992	54,9	-4,0	61,4
1993	94,8	21,6	60,3
1994	155,9	2,5	149,6
1995	62,9	-1,2	64,9
1996	70,3	-7,9	84,9
1997	49,1	-21,9	91,0
1998	53,6	-0,5	54,3
1999	66,2	2,0	62,9
2000	26,4	-4,8	32,7
2001	122,6	18,0	88,6
2002	37	4,7	30,8
2003	1,6	-10,8	13,9
2004	11,5	-2,1	13,8
2005	18,1	15,0	2,7
1984-2005	52,8	-1,3	55,5
1984-1989	42,7	-3,4	50,2
1990-1999	68,9	-2,8	73,7
2000-2005	36,2	5,8	30,4

Kaynak: TCMB, EVDS'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Türkiye'de altının getirisi, finansal serbestleşme sonrası dönemde, sermaye piyasalarının gelişimi sonucu kamu kağıtları ve borsa gibi araçların ön plana çıkması ile birlikte düşüş göstermiştir. Türkiye'de altın pek çok kişi tarafından uzun vadeli ve

karlı bir yatırım aracı olarak görülmekte, fakat ortaya çıkan sonuçlar bunun yanlış bir kanı olduğunu ortaya koymaktadır.

2.5.2. Yatırım Aracı Olarak Döviz ve Getirisi

Daha önceki bölümde de ifade edildiği gibi, 1980 öncesi dönemde sıkı kambiyo kontrolleri nedeniyle döviz işlemleri kısıtlanmış, ekonomik birimlerin yabancı para bulundurmaları ve kullanmaları yasaklanmıştır. 24 Ocak 1980 kararları sonrası, kambiyo rejiminde yapılan değişiklikler sonucu söz konusu yasak kalkmış ve yabancı para, ekonomik birimler için çeşitli güdülerle talep edilir hale gelmiştir. Yabancı para, özellikle finansal serbestleşme sonrası dönemde, kısa dönemli döviz kuru hareketlerinden kar elde etme beklentisinde olan spekülörler tarafından spekülasyon amacıyla talep edilmeye başlamıştır.³⁰⁰

Türkiye’de döviz olarak en yaygın şekilde kullanılan ve genel kabul görmüş yatırım aracı ABD dolarıdır. Türkiye’de ABD dolarının kullanımı giderek yaygınlaşmış, yatırım aracı olmasının yanında bir değişim aracı olarak da günlük hayatta sıkça kullanılmaya başlamıştır.

Türkiye’de finansal serbestleşme sonrası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte sermaye giriş/çıkışları hızlanmış, yurtiçi ve yurtdışı kaynaklı krizlerin de etkisiyle döviz kurları istikrarsız bir eğilim göstermiştir. Bu nedenle riskli bir araç olan doların getirisi, dönemler itibariyle farklılık göstermiştir.

Tablodan da izlenebileceği gibi, doların değeri, TL karşısında sürekli yükselmiş ve cari değerlerle yüksek getiri sağlamıştır. Özellikle kriz yıllarında, yaşanan devalüasyonlarında etkisi ile, pozitif reel getiriler gerçekleşmiştir.

³⁰⁰ Nilgün Acar Balaylar, Aylin Abuk Duygulu, “Türkiye’de Para İkamesi Olgusu ve Para Talebinin İstikrarı”, **D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 19, Sayı: 2, Yıl: 2004, ss. 33-35.

TABLO 25. DOLARIN GETİRİSİ

Yıllar	TEFE	USD Kuru (Yıl sonu değerleriyle)	
		Cari	Reel
1984	53,6	59,6	3,9
1985	40,5	42,6	1,5
1986	25,5	28,9	2,7
1987	51,6	27,9	-15,7
1988	67,9	66,5	-0,9
1989	62,3	48,8	-8,4
1990	48,6	22,9	-17,3
1991	59,2	60,2	0,6
1992	61,4	64,6	2,0
1993	60,3	60,5	0,2
1994	149,6	169,9	8,2
1995	64,9	53,5	-6,9
1996	84,9	77,9	-3,8
1997	91,0	86,9	-2,2
1998	54,3	71,6	11,2
1999	62,9	61,0	-1,2
2000	32,7	48,5	11,9
2001	88,6	96,5	4,2
2002	30,8	22,9	-6,1
2003	13,9	-0,8	-12,9
2004	13,8	-4,7	-16,3
2005	2,7	-5,7	-8,2
1984-2005	55,5	52,1	-3,4
1984-1989	50,2	42,8	-7,4
1990-1999	73,7	72,9	-0,9
2000-2005	30,4	22,3	-8,1

Kaynak: TCMB, EVDS'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Doların reel getirisi dönemsel olarak değerlendirildiğinde, her dönem kaybettiren bir yatırım aracı olduğu görülmektedir. Bu veriler dolara uzun dönemli olarak yatırım yapan yerleşiklerin zarar ettiğini, dolar ile borçlananların ise kar ettiğini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, yerleşikler için, kriz dönemleri haricinde, uzun vadeli olarak dolara yatırım yapılmaması, yatırımlarda ise dolar ile borçlanması daha anlamlı görünmektedir.³⁰¹ Ancak, bu koşullar, kısa vadeli spekülative yabancı yatırımcılar için daha yüksek kar anlamına gelmektedir. Çünkü,

³⁰¹ Yaşar Uysal, "Yatırım Aracı Olarak Döviz (Dolar)", Ticaret Gazetesi, 1 Eylül 2006, Erişim: 19.09.2006, <http://kisi.deu.edu.tr/yasar.uysal/>

bu durumda yabancı spekülörler sermayelerini yatırdıkları alan (hisse senedi, tahvil, bono) yanında kur kazancı da elde etmektedirler.

2.5.3. Yatırım Aracı Olarak Borsa ve Getirisi

1980'li yılların ilk dönemlerinde gerek mevzuat açısından, gerekse kurumların oluşması yönünden Türk sermaye piyasalarında önemli gelişmeler yaşanmıştır. Bu gelişmelerden biri de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) kuruluşudur. 1985 sonunda resmen kurulan İMKB, 1986 yılında faaliyete geçmiştir.

İMKB 1990-2000 yılları arasında hızlı gelişen borsalardan biri olmuştur. Bu yıllar arasında İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin piyasa değerlerinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranı yüzde 12'den yüzde 38'e yükselmiştir. Borsada işlem gören şirket sayısı 1986 yılında 80 iken, 2000 yılında 250'yi aşmıştır. Ancak, hisse senedi piyasasındaki bu hızlı gelişmeler tahvil piyasasında gözlenmemiştir. Ülkemizde özel sektör tarafından tahvil ihraçları hemen hemen hiç yapılmamaktadır. Bu durum hisse senedi piyasasındaki gelişmelerin önemini artırmıştır.³⁰² Tablo 26'da İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin getirilerine (endeks bazında) yer verilmiştir.

Tabloda da görüldüğü gibi, Borsa'nın (İMKB-100 Endeksinin) cari ve reel getiri oranları oldukça yüksektir. Borsa'nın, diğer yatırım araçlarından farkı, reel olarak da pozitif ve yüksek getiri sağlamasıdır. Tablodan da izlenebileceği gibi, reel getirinin en yüksek olduğu yıllar; 1989, 1993 ve 1999 yıllarıdır.

Dönemsel olarak değerlendirildiğinde ise, 1987-2005 döneminde Borsa'nın reel getirisi yüzde 42,1 olarak gerçekleşmiştir. Borsa kurulduğu ilk yıllarda yüksek getiri sağlamış, 1987-1989 döneminde ortalama yüzde 119,3 kazandırmıştır. 2000 ve 2001 yıllarında reel getiri negatife dönmüş, bu nedenle 2000-2005 döneminde reel olarak çok yüksek bir getiri sağlanamamıştır.

³⁰² Bülent Güloğlu ve Selim Bekçioğlu, İMKB'deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama, **ODTÜ Uluslararası İktisat Kongresi**, 2001

Getiri oranlarının yüksek, aynı zamanda oynak bir karaktere sahip oluşu Borsa'nın riskli bir yatırım alanı olduğunu göstermektedir. Borsa ekonomik ve siyasi faktörlere oldukça duyarlıdır. Bu faktörleri dikkate alan yatırımcı, Borsa'ya uzun vadeli yatırım yapmamaktadır.

TABLO 26. BORSANIN GETİRİSİ

Yıllar	TEFE	İMKB 100 (Kapanış fiyatlarına göre)	
		Cari*	Reel
1987	51,6	293,6	159,5
1988	67,9	-44,4	-66,9
1989	62,3	493	265,4
1990	48,6	46,8	-1,2
1991	59,2	34,2	-15,7
1992	61,4	-8,4	-43,2
1993	60,3	416,6	222,3
1994	149,6	31,8	-47,2
1995	64,9	46,8	-10,9
1996	84,9	143,8	31,9
1997	91,0	253,6	85,1
1998	54,3	-24,7	-51,2
1999	62,9	485,4	259,4
2000	32,7	-37,9	-53,2
2001	88,6	46	-22,6
2002	30,8	-24,8	-42,5
2003	13,9	79,6	57,7
2004	13,8	34,1	17,8
2005	2,7	59,3	55,2
1987-2005	58,0	122,3	42,1
1987-1989	60,6	247,4	119,3
1990-1999	73,7	142,6	42,9
2000-2005	30,4	26	2,1

Kaynak: İMKB'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Esas itibariyle uzun vadeli bir yatırım alanı olan Borsa, yerli yatırımcılar ve yabancı spekülörler tarafından kısa vadede yüksek getiri elde edebilecekleri bir kazanç kapısı olarak görülmektedir. Asıl amacı sermayeyi tabana yaymak olan halka arz işlemi de şirketler tarafından kısa vadeli fon ihtiyaçlarını karşılama amacı ile yapılmaktadır.³⁰³

³⁰³ Yaşar Uysal, "Yatırım Aracı Olarak Borsa", Ticaret Gazetesi, 4 Eylül 2006, Erişim: 19.09.2006, <http://kisi.deu.edu.tr/yasar.uysal/>

Kısaca ifade etmek gerekirse, Borsa, Türkiye’de kendine özgü bir yapı ile faaliyetini sürdürmekte, yüksek reel getiri sağlayan bir yatırım aracı olma özelliği taşımaktadır. Diğer taraftan, genç ve yeterince derinleşmemiş olması Borsa’da sınırlı miktarda kaynak ile önemli oranda kazanç elde edilmesine imkan vermektedir. Bu durum, sıcak para için cazip ortam yaratmakta, finansal liberalizasyon nedeniyle herhangi bir giriş ve çıkış kısıtlaması olmamasının da katkısıyla, bu kesim çok kısa sürede yüksek kazançlar elde edebilmektedir.

Kuşkusuz, bu durum finansal liberalizasyon sonrası borsa aracılığıyla ülke dışına kaynak transferine imkan verdiği gibi, ani sermaye giriş ve çıkışları Merkez Bankası’nın likidite üzerindeki kontrolünü güçleştirmekte, dolayısıyla Merkez Bankası’nın para politikasının etkinliğini azaltmaktadır.

2.5.4. Yatırım Aracı Olarak TL ve Getirisi

Türk Lirası, Türkiye’de yerli yatırımcı için diğer bir alternatif yatırım aracıdır. Türk Lirasına yapılan yatırımları Hazine kağıtları (tahvil ve bono) ile ticari bankaların mevduat faizleri olarak değerlendirmek mümkündür. Tablo 27’de Hazine faizleri ve mevduat faizlerinin gelişimine yer verilmiştir.

1980 sonrasında başlayan finansal serbestleşme süreci ile birlikte önce artan kamu açıklarının getirdiği iç ve dış kaynak ihtiyacının giderilmesi amacıyla faiz oranları hızla yükselmiş, negatif reel faizler pozitif dönmüştür. Finansal serbestleşme sonrasında ortaya çıkan para ikamesi, Doların TL’ye oranla daha çok talep edilmesine neden olmuş, TL cinsinden varlıkların döviz tutmaya oranla daha cazip hale getirilmesi için faiz oranları yükseltmek zorunda kalınmıştır. Böylece, yükselen faizler, zaman içinde kamu borç stokunun artmasına bağlı olarak risk algılamasındaki artışla birlikte daha da yükselmiştir. Yani, kamuya kaynak çekebilmek amacıyla yükseltelen faizler borçları, borçlar faizleri artırarak bir kısır döngü yaratılmıştır.

Tablodan da anlaşıldığı gibi, 1989 sonrası dönemde Hazine faizleri hem cari hem reel olarak sürekli pozitif değerler almıştır. Bu gelişmede Hazine'nin 1990 sonrası hızla artan kamu açıklarını kapatabilmek amacıyla ödediği yüksek faizler önemli rol oynamıştır.

TABLO 27. TL'İN GETİRİSİ

YILLAR	TEFE	HAZİNE FAİZİ		MEVDUAT FAİZİ	
		Cari getiri	Reel getiri	Cari getiri	Reel getiri
1984	53,6	43,0	-6,9	45,0	-5,6
1985	40,5	50,6	7,2	55,0	10,3
1986	25,5	52,8	21,8	48,0	18,0
1987	51,6	49,0	-1,7	52,0	0,2
1988	67,9	64,4	-2,1	83,9	9,5
1989	62,3	59,8	-1,5	58,8	-2,1
1990	48,6	54,0	3,6	59,4	7,2
1991	59,2	80,5	13,4	72,7	8,5
1992	61,4	87,7	16,3	74,2	8,0
1993	60,3	87,6	17,1	74,8	9,1
1994	149,6	164,4	5,9	95,6	-21,6
1995	64,9	121,9	34,6	92,3	16,7
1996	84,9	135,2	27,2	93,8	4,8
1997	91,0	127,2	19,0	96,6	2,9
1998	54,3	122,5	44,2	95,5	26,7
1999	62,9	104,3	25,4	46,7	-9,9
2000	32,7	38,2	4,1	45,6	9,8
2001	88,6	99,6	5,8	62,5	-13,8
2002	30,8	62,7	24,4	48,2	13,3
2003	13,9	42,9	25,5	28,6	12,9
2004	13,8	24,9	9,8	22,1	7,3
2005	2,7	17,4	14,4	20,4	17,3
1984-2005	55,5	76,8	14,0	62,3	5,9
1984-1989	50,2	53,3	2,8	57,1	5,0
1990-1999	73,7	108,5	20,7	80,2	5,2
2000-2005	30,4	47,6	14,0	37,9	7,8

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, Hazine İstatistik Yıllığı (1980-2003) ve Ekonomik Göstergeler (Aylık); TCMB EVDS'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Hazine kağıtlarının en önemli alıcısı ticari bankalardır. Ticari bankalar açısından bu araç, likiditesi yüksek ve itfa edilmeme riski olmayan güvenilir bir

kaynaktır. Bu nedenle Hazine'nin ödediği yüksek faizler, ticari bankaların kartel davranışı ile Hazine'nin bu davranışa karşı tutumunun bir sonucudur.³⁰⁴

Reel mevduat faizlerindeki gelişime bakıldığında ise, bazı yıllarda (1994, 1999 ve 2001) negatif değerler gözlenmektedir. Söz konusu yıllarda ülkenin içinde bulunduğu kriz ortamı ve yüksek oranlı enflasyon faizlerin negatif değerler almasında etkili olmuştur. Negatif reel faizlerin gerçekleştiği dönemlerde parasını faize yatıranlar zarar etmişlerdir.

Hazine ve mevduat faizi dönemselsel olarak değerlendirildiğinde, ele alınan tüm dönemler açısından pozitif getirinin (kazanç) gerçekleştiği görülmektedir. Yani, paralarını mevduata ya da Hazine kağıtlarına yatıran yatırımcıların genel olarak kazanç elde ettikleri söylenebilmektedir. Özellikle 1989 yılı sonrasında Hazine kağıtlarının getirisinin mevduat faizinin getirisinden daha yüksek olduğu görülmektedir. Yani Hazine kağıdına yatırım yapmak daha avantajlı bir hale gelmiştir. Bu da yabancı spekülâtörler için güvenli yatırım imkanı sağlamıştır.

Tablo 28'de yatırım araçlarının reel getirileri toplulaştırılmış bir şekilde gösterilmiştir. Tablodan da anlaşılacağı gibi, Türkiye'de yaşanan yüksek oranlı enflasyon yatırım araçlarının reel getirilerini olumsuz yönde etkilemiştir. Yatırım araçları cari olarak yüksek getiri sağlamış, fakat reel getirileri oldukça düşük gerçekleşmiştir.

Uzun vadeli bir perspektifte bakıldığında; reel anlamda Borsa en çok kazandıran yatırım aracı olmuş, bunu Hazine kağıtları ve mevduat faizleri izlemiştir. Beklenenin aksine, dolar ve altın reel anlamda yüksek kazançlar sağlayamamıştır. Türkiye'de enflasyon ve faizlerin hızlı gelişimi, yatırımcıları yüksek faizden yararlanmaya ve paradan para kazanma yoluna itmiştir.

³⁰⁴ Yentürk ve diğerleri, a.g.e., s. 134.

TABLO 28. YATIRIM ARAÇLARININ REEL GETİRİLERİ

Yıllar	Tasarruf Mevduat Faizi	Hazine Faizi	Borsa	Kur
1984	-5,6	-6,9	---	3,9
1985	10,3	7,2	---	1,5
1986	18	21,8	---	2,7
1987	0,2	-1,7	159,5	-15,7
1988	9,5	-2,1	-66,9	-0,9
1989	-2,1	-1,5	265,4	-8,4
1990	7,2	3,6	-1,2	-17,3
1991	8,5	13,4	-15,7	0,6
1992	8	16,3	-43,2	2
1993	9,1	17,1	222,3	0,2
1994	-21,6	5,9	-47,2	8,2
1995	16,7	34,6	-10,9	-6,9
1996	4,8	27,2	31,9	-3,8
1997	2,9	19	85,1	-2,2
1998	26,7	44,2	-51,2	11,2
1999	-9,9	25,4	259,4	-1,2
2000	9,8	4,1	-53,2	11,9
2001	-13,8	5,8	-22,6	4,2
2002	13,3	24,4	-42,5	-6,1
2003	12,9	25,5	57,7	-12,9
2004	7,3	9,8	17,8	-16,3
2005	17,3	14,4	55,2	-8,2
1984-2005	5,9	14,0	42,1	-3,4
1984-1989	5	2,8	119,3	-7,4
1990-1999	5,2	20,7	42,9	-0,9
2000-2005	7,8	14,0	2,1	-8,1

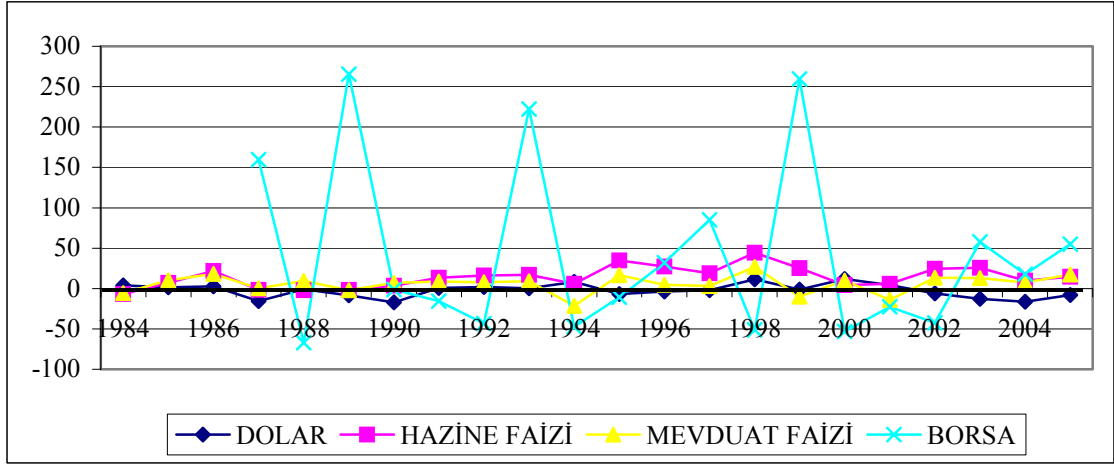
Kaynak: Önceki tablolardan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tablo 28'deki gelişmeleri grafikten de izlemek mümkündür. Grafikte görüldüğü gibi, Türkiye'de, Borsa, reel getirisi en yüksek yatırım aracı olmuştur. İMKB kurulduğu ilk yıllarda daha yüksek reel kazançlar sağlamış; 1994, 1998 ve 2000-2001 gibi kriz yıllarında ise getirisi negatif olarak gerçekleşmiştir.

Cazip reel faizler ve yüksek getiri potansiyeli taşıyan sığ borsa nedeniyle ülkemize, finansal liberalizasyonun da imkan vermesiyle, kısa vadeli spekülasyon yabancı sermaye (sıcak para) girişi büyük boyutlara ulaşmış, bu şekilde artan döviz

girişi, Merkez Bankası'nın piyasadaki TL üzerindeki kontrolünü azaltarak para politikalarında etkinliği zayıflatmıştır.

GRAFİK 17. YATIRIM ARAÇLARININ REEL GETİRİLERİ



Yani, finansal liberalizasyon bir taraftan Türkiye'yi krizlere daha açık hale getirirken, diğer taraftan da Merkez Bankası'nın etkinliğini azaltmıştır. Kuşkusuz, bu süreçte artan kamu açıkları belirleyici rol oynamıştır.

SONUÇ

1980’li yıllarda dünya ekonomisinde önemli dönüşümler yaşanmıştır. Bu dönüşümler 1989 yılında Doğu Bloku’nun yıkılmasıyla daha da belirginleşmiş ve genişlik kazanmıştır. Bu dönüşüm sürecinde piyasa ekonomisi hakim ekonomik sistem konumuna gelirken bir çok ülke tarafından öncelikle dış ticaret, ardından da finansal boyutta serbestleşmeye yönelik adımlar atılmaya başlanmıştır. Dünya bu gelişmeler sonucunda bugün adeta küresel bir köye dönüşmüş, ülkelerin gerek üretim gerekse finansal anlamda bağılılıkları yoğunlaşmıştır. Bazı fırsatlar yanında riskler de içeren bu süreç tüm ülkeler gibi Türkiye’yi de etkilemiştir.

1980 sonrası dönemde dünyada yaşanan dönüşümlere önce dış ticaret sonra da finansal boyut ile eklemlenmeye çalışan Türkiye’de 1990 sonrası gerçekleştirilen finansal serbestleşmenin para politikaları üzerine etkilerini değerlendirmeyi amaçlayan çalışmamızda ulaştığımız sonuçlar şöyle özetlenebilir;

Ekonomik faaliyetler üzerindeki bazı kısıtlama ve engellerin kaldırılarak ekonominin dışa açılması ve piyasa mekanizmasına işlerlik kazandırılması anlamına gelen ekonomik serbestleşme, liberal iktisadi düşünceden doğmuş, 18. yüzyıl sonunda Fransa’da ve İngiltere’de Merkantilizm’e tepki olarak ortaya çıkmıştır. Liberalizasyon ile, piyasa güçlerinin fonksiyonlarını yerine getirebilmesi ve oluşan piyasa fiyatlarının üretimde kullanılan kaynakların fırsat maliyetini gösterebilmesi için ekonominin tüm piyasalarındaki mevcut engellerin kaldırılması amaçlanmaktadır. Liberalizasyona ilişkin literatür incelendiğinde, liberal politika uygulamalarının “finansal serbestleşme” ve “dış ticaretin serbestleşmesi” şeklinde iki önemli boyutu olduğu görülmektedir.

1980’li yıllarda ön plana çıkan iktisadi düşünce, finansal serbestleşmenin benimsenmesinde büyük rol oynamıştır. Ülke içi tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağı temeline dayanan bu görüş, McKinnon-Shaw önderliğinde yaygınlık kazanmıştır.

Bretton-Woods sisteminin çöküşü, savaş sonrası sürdürülen genişletici Keynesyen politikaların terk edilmesine ve piyasa kurallarını öne çıkaran neo-liberal politikalara doğru bir geçişin yaşanmasına yol açmıştır. Son otuz yıl içerisinde, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke, finansal sistemlerini serbestleştirme yönünde hareket etmiştir. 1970’li yıllarda ABD, İngiltere ve Japonya’da finans piyasalarını sınırlayan düzenlemeleri ortadan kaldırmak amacıyla başlatılan yapısal uyum ve istikrar politikaları, daha sonra Latin Amerika ve gelişmekte olan ülkelerde yoğun olarak uygulanmaya konulmuştur.

Finansal serbestleşme, gelişmekte olan ülkelerin dış kaynak kullanımını artırmış; fakat bu durum, söz konusu ülkelerdeki ekonomik performansı kısa vadeli fon akımlarına karşı duyarlı hale getirmiştir. Bu süreçte, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları içinde kısa vadeli sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının oranı hızla büyümüştür. Döviz kurlarında dalgalanma ve ani sermaye çıkışları yaşayan bu ülkeler, sık sık finansal krizlerle karşılaşmışlardır.

Finansal serbestleşme uygulamaları ile birlikte bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler para ve sermaye piyasalarına uluslararası bir nitelik kazandırmış, böyle bir ortamda para politikaları uygulamaları daha da güçleşmiş, ülkeler bağımsız politika uygulayabilme yeteneklerini önemli ölçüde yitirmişlerdir.

Çalışmamızın birinci bölümünde finansal serbestleşme konusunda yapılan bu değerlendirmelerin ardından, ikinci bölümde finansal serbestleşmenin para politikaları üzerine etkileri incelenmiştir. Bu konuda yapılan değerlendirmelerde, para politikaları amaç, araç ve stratejiler yönünden ayrı ayrı ele alınmıştır. Bu bölümde ortaya çıkan sonuçları ise şöyle özetleyebiliriz;

1970’li yılların sonlarına doğru başlayan ve 1980’li yıllarda hız kazanan finansal serbestleşme hareketleri, para politikası uygulamalarını birçok yönden etkilemiştir. Bu süreçte para politikası stratejileri ve bu stratejiler çerçevesinde belirlenen para politikası araçları çeşitlenmiştir. Ayrıca para otoritelerinin para

politikasının amacı olarak gördükleri değişkenler zamana ve ekonomik konjoktüre bağılı olarak farklılık göstermiştir.

Finansal serbestleşmenin para politikaları üzerine etkileri amaç değişkenleri yönünden değerlendirildiğinde; fiyat istikrarı amacının para politikasının birincil hedefi haline geldiği sonucuna varılmıştır. Bu sonucun ortaya çıkmasında; enflasyon ve bunun yol açtığı enflasyon belirsizliğinin; yatırım, tasarruf ve üretim kararlarını, dolayısıyla uzun dönemli sürdürülebilir ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği yönündeki görüşler etkili olmuştur. Ayrıca, finansal serbestleşme sonrasında finansal piyasalar dış şoklara karşı daha duyarlı hale gelmiş, piyasaların kırılganlığı giderek artmıştır. Bu nedenle, son dönemde fiyat istikrarı amacının yanı sıra finansal istikrarın sağlanması ve korunması hedefi de ön plana çıkmıştır.

Finansal serbestleşme, merkez bankalarının para politikası çerçevesinde kullandıkları araçlar üzerinde de etkili olmuş, son dönemde piyasa bazlı para politikası araçlarının önemi artmıştır. 1970'li yıllara kadar birçok ülkede faiz oranı kontrolleri ve kredi tavanı kontrolleri gibi doğrudan müdahale içeren para politikası araçları kullanılmıştır. Dolaylı para politikası araçları; Bretton-Woods sisteminin yıkılışı, dalgalı kur rejimine geçiş, doğrudan araçların giderek etkisizleşmesi ve uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların azaltılmasıyla birlikte para politikasının yürütülmesinde öncelik kazanmıştır. Dolaylı araçların kullanımı; bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler, finansal yenilikler ve liberalizasyon politikaları ile birlikte yaygınlaşmıştır.

Yabancı ve yerli yatırımcıların yatırım kararlarında etkili olan en önemli faktör, yatırım yapılan ülkedeki enflasyon belirsizliğidir. Finansal serbestleşme sonrası birçok ülke için enflasyon en önemli sorun haline gelmiş, bu durum para politikası amaçlarının öncelik sıralamasını değiştirmiş ve fiyat istikrarı amacı ön plana çıkmıştır. Bu çerçevede enflasyonu düşürme amacına yönelik olarak alternatif para politikası stratejileri gündeme gelmiştir.

Döviz kuru hedeflemesi, yurtiçi paranın başka bir ülkenin parasına bağlandığı ve kurların önceden ilan edilen düzeylerde tutulduğu bir para politikası stratejisidir. Bu strateji, finansal serbestleşme sonrası, bağımsız para politikası uygulama olanağını ortadan kaldırması ve ülke ekonomilerini dışsal şoklara karşı daha duyarlı hale getirmesi nedeniyle, önemini kaybetmiştir.

Para politikası stratejisi olarak kullanılan diğer bir yöntem ise, parasal hedeflemedir. Finansal serbestleşme sonrası dönemde ortaya çıkan yeni finansal araçlar, otomatik para çekme makinaları ve kredi kartları gibi yeni ürünler, paranın dolanım hızını artırmış ve para talebinin istikrarsızlığına neden olmuştur. Ayrıca, son yıllarda finansal alanda meydana gelen gelişmeler hangi finansal aktifin para tanımına dahil edileceği konusunda sorun yaratmış ve para arzı tanımları değişmiştir. Teknolojik gelişmeler ve finansal yenilikler sonucunda paranın içselliğinin ön plana çıkması parasal hedefleme uygulamalarını zorlaştırmış, bu nedenle, son 10-15 yıldır parasal hedefleme politikası da popülerliğini yitirmiştir.

Bunun sonucunda finansal serbestleşme sonrası fiyat istikrarına ulaşabilmek için en etkili yöntemin enflasyon hedeflemesi stratejisi olduğu yönündeki görüşler ağırlık kazanmıştır. Enflasyon hedeflemesinde, belirli bir dönem için belirlenen enflasyon hedefi merkez bankasının temel politika hedefi olmakta, enflasyon hedefi net bir şekilde kamuoyuna duyurulmakta ve bu konu ile ilgili doğrudan sorumluluk alınmaktadır. Finansal serbestleşmenin, parasal hedefleme politikalarının etkinliğini azaltması ve para talebindeki istikrarın kaybolması sonucu son yıllarda birçok ülke enflasyon hedeflemesini tercih etmektedir.

Genel bir değerlendirme yapıldığında; finansal serbestleşme sonrası para politikası amacı olarak fiyat istikrarı, para politikası aracı olarak açık piyasa işlemleri gibi piyasa bazlı dolaylı araçlar, para politikası stratejisi olarak da enflasyon hedeflemesinin ön plana çıktığı sonucuna varılmaktadır.

Finansal serbestleşme, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkeyi etkilediği gibi, Türkiye ekonomisini de önemli ölçüde etkilemiştir. Türkiye’de liberalleşmeye

yönelik uygulamaların temelleri 1980 öncesi dönemde atılmış, fakat bu uygulamalar uzun vadeli olarak sürdürülememiştir. Liberalleşmeye yönelik asıl uygulamalar ise 1980 yılından sonra başlatılmıştır. Liberalleşme temelli bir yapısal dönüşümü hedefleyen 24 Ocak 1980 Kararları ile önce dış ticaretin serbestleşmesi, daha sonra da finansal serbestleşmenin gerçekleşmesi hedeflenmiştir.

24 Ocak Kararları ile 1980 öncesi sıkı kambiyo denetimi ve yoğun koruyuculuk duvarları arkasında uygulanan ithal ikamesi politikaları terk edilerek, ihracatın özendirilmesine dayanan bir stratejiye geçilmiştir. 24 Ocak Kararları ile önce ticarete liberalleşme süreci başlatılmış; bu amaçla, ihracatı teşvik etmeye ve ithalatı serbestleştirmeye yönelik uygulamalar gerçekleştirilmiştir. Bu uygulamalar sonucu; dış ticarete önemli gelişmeler olmuş, gerek ihracat gerekse ithalat hızla artmıştır.

Türkiye’de 1980-1989 döneminde dış ticaretin serbestleşmesi öncelik kazanmış, fakat finansal liberalizasyona ilişkin bazı uygulamalar da gerçekleştirilmiştir. Bu bağlamda; faizler serbest bırakılmış, finansal piyasalara ilişkin kurumsal düzenlemeler yapılmış, Merkez Bankası bünyesinde yeni piyasalar kurulmuş ve döviz kuru rejimi liberalleştirilerek yerleşiklerin döviz üzerinden mevduat hesabına açmalarına izin verilmiştir. Finansal liberalizasyon sürecinde en önemli gelişme ise 1989 yılında çıkarılan 32 Sayılı Karar olmuştur.

1989 yılında çıkarılan 32 Sayılı Karar ile TL’nin konvertibilitesi sağlanmış, bu tarihten itibaren tam açık kambiyo rejimi benimsenmiştir. Söz konusu kararla birlikte sermaye hareketleri tamamen serbest hale getirilmiş, bireylerin sahip oldukları tasarrufların mobilitesi artmış ve yatırım tercihlerinin yönlendirilebileceği alanlar da iç ve dış piyasalar olmak üzere çeşitlenmiştir. Finansal serbestleşmenin önemli bir adımı olan 32 Sayılı Karar sonrası Türkiye’ye yönelik sermaye akımlarının hacminde önemli bir sıçrama olmuş ve sermaye hareketlerinin boyutları, türleri ve vade yapısı değişmiştir.

Türkiye’de yaşanan finansal serbestleşme sonrası dönemde finansal piyasalar belli ölçüde derinlik kazanmış, kurumsal düzenlemeler hızlandırılmış ve finansal araçlar çeşitlenmiştir. Bütün bu olumlu gelişmeler yanında, Türkiye’de yaşanan liberalizasyon süreci önemli yapısal sorunları da beraberinde getirmiştir.

Türkiye, 1990’lı yıllarda yüksek enflasyon, kronik bütçe açıkları, artan borç stoku ve siyasi istikrarsızlık gibi sorunlarla karşı karşıya kalmıştır. Faizlerdeki hızlı yükseliş sonucu; ülkeye yönelik sermaye akımları spekülasyon bir nitelik kazanmış, yüksek getiri peşinde koşan bu tür sermaye, kimi zaman hazine bonusu kimi zaman da hisse senetleri piyasasına yönelmiştir. Sermaye piyasasındaki spekülasyon hareketler mali piyasalarda dalgalanmalara yol açarak istikrarsızlığı daha da artırmıştır.

Türkiye’de yaşanan finansal serbestleşme süreci, para politikalarını da büyük ölçüde etkilemiş; para politikası amaç, araç ve strateji tercihleri önemli ölçüde değişmiştir.

Türkiye’de 1980 öncesi dönemde uygulanan para politikalarında ekonomik büyüme ve kalkınma temel amaç olarak benimsenmiştir. 1980 sonrası dönemde ise, ortaya çıkan makro ekonomik koşulların da etkisiyle, birden fazla amaca ulaşılmaya çalışılmış; ödemeler dengesi, büyüme ve fiyat istikrarı amaçları gözetilmiştir. 1990’lı yıllara gelindiğinde ise, para politikası; kurlarda ve faizlerdeki dalgalanmanın mümkün olduğunca azaltılmaya çalışılması, kamu borçlanmasına destek verilmesi ve Merkez Bankası bilanço büyüklüğünün denetim altında alınması gibi stratejilerle yürütülmeye çalışılmıştır. Bu koşullar, Merkez Bankası’nın sadece fiyat istikrarı hedefine odaklanmasını engellemiştir. Daha önce de belirtildiği gibi, 1990’lı yıllarda finans piyasaları istikrarsız bir hal almış, bu nedenle finans piyasalarında istikrar hedefine odaklanılmıştır.

1990’lı yıllarda artan kamu açıkları, politik istikrarsızlıklar, petrol fiyatlarındaki yükselişler enflasyonun artmasına neden olmuş, 1990-1999 döneminde enflasyon (TEFE) ortalama yüzde 73,7 gibi oldukça yüksek seviyelere ulaşmıştır. 1990 sonrası ardarda yaşanan ekonomik krizler ekonomik dengeleri alt üst etmiş,

enflasyondaki hızlı yükselişin kontrol altına alınması gereği ortaya çıkmıştır. Bu nedenle, Türkiye’de son yıllarda, dünyadaki uygulamalara benzer bir şekilde, fiyat istikrarı hedefi ön plana çıkmıştır. 25 Nisan 2001 tarihinde T.C.M.B. Kanunu’nda yapılan yeni düzenlemeyle Banka’nın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu açıklanmış, bu tarihten sonra Merkez Bankası’nın birincil ve öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak belirlenmiştir.

Para politikası amaçlarına ilişkin analizlerimizde; finansal serbestleşme sonrası para politikasının temel amaçlarından biri olan fiyat istikrarı konusunda son yirmi beş yıllık dönem içinde herhangi bir iyileşmenin sağlanamadığı görülmüş, yani finansal liberalizasyonun enflasyonda artışa yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır.

1990’lı yıllarda hızla yükselen enflasyon ve kamu kesimi açıkları makro ekonomik dengeleri bozmuş, kur ve faiz oranlarında istikrar sağlanamamıştır. Bu durum, dış denge ve cari açık üzerinde de olumsuz etki yaratmış, bu dönemde finansal piyasalarda istikrar amacının ön plana çıkması, ödemeler dengesi amacının gerçekleştirilmesine engel olmuştur. Söz konusu dönemde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, özellikle kısa vadeli ve spekülasyon fon giriş-çıkışlarını hızlandırmıştır. Böylece istikrarlı bir ekonomik büyüme gerçekleştirilememiş, ekonomik büyüme amacından da sapılmıştır. Tüm bu gelişmeler işgücü piyasasını da derinden etkilemiş, ardarda yaşanan krizler işsizliği artırmıştır. Kısaca ifade etmek gerekirse, finansal serbestleşme sonrası para politikası amaçlarında öngörülen başarı sağlanamamıştır.

Türkiye’de finansal serbestleşme sonrasında para politikası araç tercihleri de değişmiştir. 1980 öncesi dönemde ağırlıklı olarak dolaysız para politikası araçları kullanılmış, 1980-1988 yılları arasında dolaysız araçlardan dolaylı araçlara geçiş süreci yaşanmıştır. 1989 sonrası dönemde ise açık piyasa işlemleri gibi piyasa bazlı dolaylı para politikası araçları belirgin bir şekilde ön plana çıkmıştır.

Dolaylı para politikası araçları arasında yer alan reeskont ve zorunlu karşılık uygulaması tarihsel süreçte etkinliklerini yitirmiştir. Reeskont uygulaması belli

sektörleri teşvik aracı olmanın ötesinde bir para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmış, reeskont oranları yüksek tutularak kredi hacmi daraltılmaya çalışılmıştır. Zorunlu karşılık oranlarının selektif kredi politikası aracı olmaktan çıkarılması amacı ile tek oran uygulamasına geçilmiş, finansal liberalizasyon sonrası karşılık oranları giderek düşürülmüş ve çok sık değiştirilememiştir.

Finansal liberalizasyon sonrası İnterbank para piyasasının kurulması (1986), Merkez Bankası'na parasal genişlemeleri yakından izleme olanağı sağlamış, bu piyasaya katılan banka sayısı giderek artmış, toplam işlem hacmi genişlemiştir. İnterbank para piyasasının işlemeye başlaması ile birlikte açık piyasa işlemleri ön plana çıkmıştır. Açık piyasa işlemleri 1987 yılından itibaren kullanılmaya başlanmış ve uluslararası rezerv artışının sterilizasyonu amacıyla sıkça kullanılan bir araç haline gelmiştir. Sermaye hareketlerinin artması nedeniyle para piyasalarında kısa vadede hızlı değişimler yaşanmaya başlanmış, dolayısıyla repo ve ters repo işlemlerinin önemi artmış, doğrudan alım/satım işlemlerinin kullanımı giderek azalmıştır.

Türkiye'de finansal serbestleşme öncesi dönemde para politikaları herhangi bir stratejiye bağlı kalmaksızın uygulanırken, finansal serbestleşme sonrası para programları çerçevesinde çıpa yardımıyla uygulanmıştır. 1990'lı yıllarda çıpa olarak parasal büyüklükler ve döviz kuru seçilmiştir. 1990-1999 yılları arasında üç kez strateji değiştirilmiş; 1990-1993 döneminde parasal hedefleme, 1994-1995 yılları arasında ise kur çıpası uygulanmış, 1996-1999 döneminde parasal hedefleme stratejisine geri dönmüştür. Yani, finansal serbestleşme sonrası oluşan makro ekonomik koşullar para politikası stratejisi seçimini zorlaştırmıştır.

2000 ve 2001 krizi sonrası yeni bir politika arayışına girilmiş, enflasyonun kendisi bir çıpa olarak kullanılmaya başlanmıştır. Fiyat istikrarının ulaşabilmek amacıyla 2001-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmış, 2006 yılında ise açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Son yıllarda yaşanan gelişmeler ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin benimsenmesi, merkez bankası bağımsızlığı konusunu gündeme getirmiştir.

Türkiye’de Merkez Bankası’nın sorumlulukları ekonomik yapıda meydana gelen değişikliklere paralel bir gelişme göstermiştir. Kurulduğu ilk yıllarda sert ve tavizsiz bir merkez bankası anlayışı sürdüren Banka, 1950’li yıllardan itibaren hızla deformasyona uğramış, kamunun finansman açıklarını kapatmaya yönelik olarak Hazine’ye ve kamu kuruluşlarına kredi veren bir kuruluş haline gelmiştir. Kamuya açılan kredilerin giderek artması ve bunların geri ödenmemesi birçok sorunu da beraberinde getirmiştir.

Para politikasının başarısı öncelikle merkez bankalarının kendi bilançolarını kontrol kabiliyetine bağlıdır. Merkez bankalarının kendi bilançolarını kontrolü ancak merkez bankası-kamu sektörü kredi ilişkisinin iyi kurulması ve/veya kesilmesi ile mümkündür. Türkiye’de 1990’lı yıllarda bu amaçla çeşitli düzenlemeler yapılmış, kamuya açılan kredi ve avanslar sınırlandırılmıştır. Fakat, belli dönemlerde, içinde bulunulan ekonomik konjonktür ve politik nedenler kamuya açılan kredilerin artmasına neden olmuştur.

Türkiye’de Merkez Bankası bilançosundaki kalemlerin gelişimine bakılarak para politikasının başarısını değerlendirdiğimiz bölümde ise önemli sonuçlara ulaşılmıştır;

Finansal serbestleşme sonrası dönemde bilançonun denetim altına alınması amacıyla uygulanan politikalar kısa vadede etkili olmuş, fakat bilançonun büyümesi engellenememiştir. Bu dönemde uygulanan para programlarının temel amacı bilanço büyüklüğünün denetim altına alınması olmuştur.

Finansal serbestleşme sonrası dış varlıkların bilanço içindeki payı artmış, bu artış kur artış beklentilerini kırması açısından olumlu, fakat Merkez Bankası’nın kendi varlığı olmaması ve kontrolünü yapamaması nedeniyle para politikasının etkinliğini sınırlandıran bir gelişme olmuştur. Dış varlıkların aktif içindeki payı artarken, iç varlıklar azalmıştır. Bu durumun ortaya çıkmasında değerlendirme hesabındaki artış da önemli ölçüde etkili olmuştur. Döviz kurlarındaki değişime bağlı olarak karşılaşılan ve kur riskini belirleyen bir faktör olan değerlendirme hesabı nakit

işlemleri sınırlandırıcı bir rol oynamıştır. Ayrıca, kamu ve özel sektöre açılan kredilerin uzun vadeli oluşu para politikasının etkinliğini sınırlandırmıştır. Özellikle 1990 sonrası dönemde aksi yönde politikalar uygulansa da, Merkez Bankası'nın kamuya açtığı krediler, özele sektöre açılan kredilerin azalmasına neden olmuştur.

Para politikasının etkin işleyebilmesi için döviz yükümlülüklerinin pasif içindeki payının küçük olması gerekmektedir. Türkiye'de ise finansal serbestleşme sonrası toplam döviz yükümlülüklerinin pasif içindeki payı artmış, Merkez Bankası Parası'nın payı ise azalmıştır. Banka'nın yükümlülükleri içinde döviz yükümlülüklerinin çok hızlı artması, ulusal paraya olan güvenin kaybolması ve dövizin yurtiçi işlemlerde kullanılması anlamına gelen para ikamesi süreciyle de yakından ilgilidir. Emisyonun Merkez Bankası Parası içindeki payı artarken, Merkez Bankası Parası'nın toplam yükümlülükler içindeki payının azalması nedeniyle Merkez Bankası para hacmini kontrol etmekte zorlanmıştır.

Finansal serbestleşme sonrası Türkiye'de faizlerin hızlı yükselişi, spekülasyon kazanç sağlamayı bekleyen yatırımcılar için uygun bir ortam yaratmış, bu durum ülkeye yönelen spekülasyon sermaye miktarını artırmıştır. Bu şekilde ülkeye giren dövizin daha çok Türk Lirası türü yatırım araçlarına yönelmesiyle TL talebi de artmış, Merkez Bankası piyasaya döviz karşılığı olarak TL vermek durumunda kalmıştır. Böylece Merkez Bankası bilançosu içinde yabancı paranın hızla artması ve Banka'nın kendisinin olmayan bu varlığı yönetmek zorunda kalışı, uygulanan para politikalarının etkinliğini sınırlandırmıştır. Bütün bu gelişmeler birlikte değerlendirildiğinde; finansal serbestleşme sonrası Merkez Bankası'nın para politikası uygulamalarında esnekliğini önemli ölçüde kaybettiği ifade edilebilir.

Merkez bankalarının kendi bilançolarına hakim olabilmeleri ve daha etkin bir para politikası uygulayabilmeleri konusunda gündeme gelen en önemli konulardan biri merkez bankası bağımsızlığıdır. Merkez bankası bağımsızlığı konusunda amaç bağımsızlığından ziyade, merkez bankasının kendi politika araçlarını belirleyebilmesi anlamına gelen, araç bağımsızlığı önem taşımaktadır. Bu bağlamda, T.C.M.B., 2001 yılında Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişiklikle, fiyat

istikrarına giden yolda önemli kazanımlar sağlamıştır. Ayrıca, kamu kurum ve kuruluşlarına birinci elden kredi verme uygulamasına son verilerek araç bağımsızlığını da güvence altına almıştır.

Finansal serbestleşmenin para politikaları üzerine etkileri konusunda yapılan açıklamalar, Türkiye’de para politikası amaçlarında, araçlarında ve stratejilerinde yaşanan değişikliklerin dünyadaki gelişmelere benzer bir gelişim gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu noktada ortaya çıkan sonucu şu şekilde özetleyebiliriz:

Küresel spekülörleri bekleyen en büyük risk, gittikleri ülkelerde, özellikle faiz türü yatırımlarda, getiri garantisini azaltan enflasyon oranı belirsizliğidir. Finansal serbestleşme sonrası Türkiye’de enflasyonun en önemli sorunlardan biri haline gelmesi nedeniyle, bu sorunun çözümü sadece Türkiye için değil, küresel spekülörler için de önemli hale gelmiştir. Ancak, enflasyon belirsizliğini ortadan kaldırmak için devletin ani/piyasa dışı etkilerde bulunmaması, piyasa ile uyumlu araçlar kullanması, spekülörler için daha uygun olacağından Türkiye’de kullanılan anti-enflasyonist araçlar değişmiş, piyasa bazlı araçların ağırlığı artmıştır.



Enflasyon riskini ortadan kaldırmanın (küresel spekülörler için uygun ortam sağlamanın) en etkili yolu ise, enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamaktır. Türkiye’de son yıllarda fiyat istikrarı hedef alınmış ve bu amaca ulaşmak için enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlanmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olabilmesi için, bu stratejiyi uygulayacak merkez bankasının bağımsız olması gerekmektedir. Yukarıda da vurgulandığı gibi, Türkiye’de 2001 yılında Merkez Bankası Kanunu’nda yapılan değişikliklerle merkez bankası bağımsızlığı konusunda önemli adımlar atılmıştır.

Bu süreç yukarıdaki şema yardımıyla daha kolay anlaşılabilir. Nitekim, ülke içi tasarruf açığının kapatılması ve gerekli spekülatif yabancı sermaye girişinin sağlanması amacıyla küresel spekülörlere uygun ortamı yaratmak için;

1. Merkez Bankası bağımsız olmalı,
2. Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmalı,
3. Piyasa bazlı araçlar kullanılmalı,
4. Fiyat istikrarı temel amaç olmalıdır.

Kısaca; dışsal dinamik olarak küreselleşme, bir uyum kanalı olarak finansal liberalleşme ve sonuç olarak para politikası değişmelerinin Türkiye’den çok küresel spekülörlere hizmet ettiği sonucuna varılabilmektedir.

KAYNAKLAR

ACAR, Özgür., “Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi ve Merkez Bankası Bilançoları”, TBB Bankacılık ve Araştırma Grubu Bankacılık Birimi, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yıl:1999, No: 10, Erişim:07.07.2006, www.makalem.com

Active Academy Araştırma Merkezi., “Sürdürülebilir Büyüme İçin Etkin ve Yetkin Bir Para Politikası Şart”, Activeline Gazetesi, No: 51, 2004, Erişim:25.02.2006, www.makalem.com

AFŞAR, Muharrem., **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 1558, Eskişehir, 2004

AKÇAY, Memduh Aslan., “**Para Politikası Araçları: Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar**”, (T.C. Devlet Planlama Teşkilatı Uzmanlık Tezi), Yayın No: 2483, Ankara, 1997

AKDİŞ, Muhammet., “Liberal Ekonomi Düşüncesinin Çağdaş Yorumları ve Hayek’in Ekonomik Yaklaşımları” , **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı: 11, 1994

AKDİŞ, Muhammet., **Para Politikasının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkinliği ve Türkiye**, Afyon Kocatepe Üniversitesi Yayınları, No: 2, Afyon, 1996

AKGÖNÜL, Hüseyin., **Türkiye’de Para Arzının Belirlenmesi ve Fiyatlar Genel Düzeyi Arasındaki İlişkiler**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 545, Eskişehir, 1992

AKTAN, Coşkun Can., **Çağdaş Liberal Düşüncede Politik İktisat**, Doğu Matbaası, Ankara, 1994

AKTAN, Coşkun Can, UTKULU, Utku, TOGAY, Selahattin., **Nasıl Bir Para Sistemi: Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 1998

AKTAN, Coşkun Can., “Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi”, Erişim:29.11.2005,
www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/monetarizm/aktan-monetarizm.htm-94k

ALAGÖZ, Mehmet., “Küreselleşme Sürecinde Türkiye’deki Finansal Liberalizasyon Politikalarının Sorgulanması”, **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı: 491, 2005

ALP, Ali., **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul, 2000

ALP, Ali., **Uluslararası Mali Piyasalarda Gelişmeler ve Türkiye**, Mart Matbaacılık, Ankara, 2002

ARAS, Güler, MÜSLÜMOV, Alövsat., “Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerine Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 222, 2004

ARDIÇ, Hülya., 1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi, TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2004

AREN, Sadun., **100 Soruda Para ve Para Politikası**, Gerçek Yayınevi, 2.b., İstanbul, 1986

BAKIRTAŞ Tahsin, KARBUZ, Sohbet., “Finansal Küreselleşme ve Çevre Ülkelerin Durumu”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi** , Sayı: 215, 2004

BALAYLAR, Nilgün Acar, DUYGULU, Aylin Abuk., “Türkiye’de Para İkamesi Olgusu ve Para Talebinin İstikrarı”, **D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 19, Sayı: 2, Yıl: 2004

BAYDUR, Cem Mehmet, BORA, Süslü., “1990’lı Yıllarda Türkiye’de Para Politikası Uygulamasında Çapalar”, **İMKB Dergisi**, Cilt: 6, Sayı: 21, 2002

BERKSOY, Taner, SALTOĞLU, Burak, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 58, İstanbul, 1998

BÜYÜKAKIN, Tahir, ERARSLAN, Cemil., “Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı: 2, 2004

ÇAŞKURLU, Eren., “1980 Sonrasında Dönemde Merkez Bankası’ndan Kaynak Kullanımının Makro Ekonomik Etkilerinin Analizi”, **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 1, 2003

ÇELEBİ, A. Kemal., **Türkiye’de Ekonomik İstikrarsızlığın Dışsal-Yapısal Nedenleri ve İstikrar Politikaları**, Emek Matbaacılık, Manisa, 1998

ÇELİK, Ali Vefa ve diğerleri (haz.), **TCMB Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları**, TCMB, Ankara, 2006

ÇOLAKOĞLU, Bayram, “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında T.C. Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 4, 2002

ÇOLAKOĞLU, Bayram., “T.C. Merkez Bankası Para Politikasının Güvenirliği”, **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Ekim 2003

DAĞDELEN, İlhan., “Liberalizasyon”, **Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi**, 2004, Erişim:09.02.2005,

<http://www.insanbilimleri.com/makaleler/ekonomi/Liberalizasyon.pdf>

DEMİRCAN, Esra Siverekli, ENER, Meliha., “IMF’in Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye’de Uygulanan İstikrar Programları Üzerine Etkileri”, **Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Biga İ.İ.B.F. Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 1-2, 2003-2004

DEMİRGÜÇ KUNT, Aslı, DETRAGIACHE, Enrica., “Financial Liberalization and Financial Fragility”, **IMF Working Paper**, June 1998, Erişim: 22.06.2005, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9883.pdf>,

DEMİRHAN, Erdal., **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 231, İstanbul

DIŞ TİCARET MÜSTEŞARLIĞI, Enflasyon Hedeflemesi, Dünya’da ve Türkiye’de Ekonomik Gelişmeler, Sayı:8, 2001, Erişim:12.09.2005, <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/ekonomi/sayi8/enflasyon.htm>

DİLEYİCİ, Dilek., “Parasal İstikrar Amacını Sağlamada Para Politikalarının Kullanımı”, **Kamu Tercih ve Anayasal İktisat Dergisi**, Sayı: 2, Yıl: 1, 2001

DOĞAN, Çetin., “Para Politikasının Etkinliği: Türkiye Açısından Bir Değerlendirme”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 10, Sayı: 1, 2005

DUMAN, Koray., “Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri”, **Akdeniz Üniversitesi İdari ve İktisadi Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 8, 2004

DURUSOY, Serap., “Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri”, **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:18, Erişim: 01.09.2005,
<http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm>

EL-MEFLEH, Muhannad., “Financial Liberalization In Theory Versus Reality”, Erişim:22.08.2005, <http://iba-website.org/journal/journal2003/paper5.pdf>

EMEK, Uğur., “Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri”, **Rekabet Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 3, 2000

ERÇEL, Gazi., “1998 Yılı Para Politikası Uygulaması”, **TCMB Basın Toplantısı**, Ankara, 1998, Erişim:16.05.2006,
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/p98matb.html>

ERÇEL, Gazi., “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması, TCMB, 1999, Erişim:01.06.2006,
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog2/baskanmat5y.html>

ERKAN, Hüsnü., **Ekonomi Politikasının Temelleri**, Kardeşler Ciltevi, 3.b., İzmir, 1997

EROĞLU, Nadir., “Türkiye’de İktisat Politikalarının Gelişimi (1923-2003)”, **80.Yılında Türkiye Cumhuriyeti Sempozyumu**, İstanbul, 2003

EROĞLU, Ömer., **Para Teorisi ve Politikası: Ders Notları**, Süleyman Demirel Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 50, Isparta, 2004

EROL, İbrahim., **Para-Banka Teori ve Politika**, Emek Matbaacılık, Manisa, 1999

ESEN, Oğuz., “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 145, 1998

ESER, Kadir., “Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri”, **Hazine Dergisi**, Sayı: 1, 1996

EŞİYOK, B. Ali., “Türkiye Ekonomisinde İktisadi Dönemler İtibariyle Büyüme, Büyümenin Dinamikleri ve İstikrar”, **Finans-Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 43, Sayı: 505, 2006

GACENER, Aydanur., Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Analitik Bilançosunun Değerlendirilmesi, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002)

GÖKALP, M. Faysal., “Türkiye’de Liberalizasyon Sürecinde Dış Ticaret Hadlerindeki Gelişiminin Analizi”, (Basılmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü ,1998)

GÖKÇE, Deniz., “İstikrar Politikası Bağlamında Merkez Bankası ve Para Politikası”, **Türkiye İçin Yeni Bir Vadeli İstikrar Programına Doğru**, TÜSİAD Yayınları, Yayın No: (TÜSİAD-T/95,6-180)

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

GÜLOĞLU, Bülent, BEKÇİOĞLU, Selim., İMKB’deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama, **ODTÜ Uluslararası İktisat Kongresi**, 2001

GÜNAL, Mehmet., **Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları**, Lebib Yalkın Matbaası, 1.b., Ankara, 2001

GÜNEŞ, Hurşit., **Türkiye’de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın no: 9, İstanbul, 1990

GÜNGÖR, Kamil., “İktisadın Tarihine Kısa Bir Bakış ve Merkantilizmden Günümüze İktisadi Düşünceler”, Erişim:03.02.2005,
<http://www.ceterisparibus.net/dusunce/genel.htm>

GÜRAN, Nevzat., **Makro Ekonomi**, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 1999

GÜREL, Ali., “Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi: Nedenleri ve Sonuçları”, **Finans Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 43, Sayı: 503

GÜVEN, Samih., “Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği ”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:185, 2001

HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI, Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü, IMF ile İlişkiler Dairesi, **Ekonomik Program Raporu**, Kasım-Aralık, 2002

İNANDIM, Şeyda, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği, (TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2005

İSTEMİHAN, M. Fatih., “Finansal Küreselleşme ve Para Politikalarına Etkileri”Erişim:15.05.2005,
http://www.akademiktisat.net/finansal_kuresellesme_para_politikasi_istemihan.htm

KAPLAN, Cafer., Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No: 9910, 1999

KAR, Muhsin, AĞIR., Hüseyin, “Finansal Derinleşmenin Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme”, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 42, Sayı: 496

KAR, Muhsin, GÜNAY, Enver., “Finansal İstikrarın Temel Koşulları”, **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı:487, 2004

KAR, Muhsin, KARA, M. Akif., “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler, **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı: 481, 2004

KAR, Muhsin, KARA, Akif, “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, **DTM Dergisi**, Sayı: 29, 2003, Erişim:14.04.2005,
<http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2003/sermayeyüzde20hareketleri.htm>

KARAÇOR, Zeynep, AY, Ahmet, ACET, Hakan, ÇETİNKAYA, Murat., “Güvenilirlik İhtiyacı ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikaları”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt: 12, Sayı: 2, 2005

KARAHAN, Özcan., “Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği”, **Finans-Politik Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 43, Sayı: 503, 2006

KARASOY, Almıla, SAYGILI, Mesut, YALÇIN, Cihan., **Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No: 9801, Ankara, 1998

KARLUK, Rıdvan., **Türkiye Ekonomisi**, Beta Basım, 5.b., İstanbul, 1997

KAVAS, Nilay., “Türkiye’de Finansal Liberalizasyonun Bankacılık Sisteminin Fon Kaynakları ve Kullanımı Üzerine Etkilerinin Analizi” , (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2004)

KAYA, Yasemin Türker., Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği, Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları, Ankara

KAYACAN, Murat., “Finansal Liberalleşme ve Finansal Sınırlama Politikaları Üzerine Tartışmaların Temeli”, **Maltepe Üniversitesi İ.İ.B.F Ekonomik, Toplumsal ve Siyasal Analiz Dergisi**, Sayı: 1, 2004

KAZGAN, Gülten., **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, Remzi Kitabevi, 6.b., İstanbul, 1993

KAZGAN, Gülten., **Tanzimat’tan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, Akdeniz Yayıncılık, 1.b., İstanbul, 1999

KEPENEK, Yakup, YENTÜRK, Nurhan., **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, 16.b., İstanbul, 2004

KESRİYELİ, Mehtap., 1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri, Ankara: TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 97/4, 1997

KEYDER, Nur., **Para: Teori-Politika-Uygulama**, Geliştirilmiş 7.b., Bizim Büro Basımevi, Ankara, 2000

KILIÇBAY, Ahmet., **Türk Ekonomisi: Modeller, Politikalar, Stratejiler**, Bilim Teknik Yayınevi, 5.b., İstanbul, 1999

KÖK, Recep, **İktisadi Düşünce: Kavramların Analitik Evrimi**, Anadolu Matbaacılık, 1.b., İzmir, 1999

MALATYALI, N. Kamuran., **Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları, Ankara, 1998-01

MIHÇI, Sevinç., “Finansal Serbestleşme Sonrası Türkiye Ekonomisi”, **Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 18, Sayı: 2, 2000

MÜSLÜMOV, Alövsat, HASANOV, Mübariz, ÖZYILDIRIM, Cenktan., **Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri**, TÜGİAD Ekonomi Ödülleri Kitapları, No: 3, Scala Basım, Yayım, Tanıtım, 2002

NEMLİ, Melih., “ Mali Liberalleşme: Mckinnon-Shaw Yaklaşımı, Yapısalci Yaklaşım ve Türkiye Örneği, **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**, Sayı: 5, 1990

OKSAY, Suna., “Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Reregulation) İhtiyacı”, **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi**, 2000

OKUTAN, Sevgi., “Uluslararası Finansal Liberalizasyon ve Türkiye’de 1990 Sonrası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomiye Etkisi”, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003)

ÖÇAL, Tezer ve diğerleri, **Para Banka: Teori ve Politika**, Gazi Kitabevi Yayınları, 1.b., Ankara, 1997

ÖĞRETMEN, Eren., “Enflasyon Hedeflemesi: Uygulama Özellikleri, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2004

ÖNDER, Timur., **Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2005

ÖZEY, Aylin., “TCMB Parasal Program Uygulamaları”, **Hazine Dergisi**, Sayı: 7, Ankara, 1997

ÖZGEN, Ferhat Başkan., “Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları”, **Ege Bölgesi Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu**, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 1999

ÖZKER, Niyazi., “Son Dönem Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Rasyoları ve Bütçenin Monetizasyonu”, **Akademik Araştırmalar Dergisi**, Yıl: 3, Sayı: 9-10, 2001

ÖZTÜRK, Salih., “Kısa Süreli Sermaye Hareketleri ve Para Politikasına Etkileri:1980 Sonrası Türkiye Uygulaması”, (Basılmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001)

ÖZTÜRK, Serdar., **Enflasyon Hedeflemesi**, Derin Yayınları, Yayın No: 33, İstanbul, 2003

ÖZTÜRK, Serdar., “Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **DTM Dergisi**, Sayı: 29, 2003, Erişim:26.07.2005, http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2003/enflasyon_hedeflemesiI_.htm

PARASIZ, İlker., **Para Politikası-Türkiye Uygulaması**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 5.b., Bursa, 1998

PARASIZ, İlker, BİLDİRİCİ, Melike., **Finansal Makro Ekonomi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 1.b., Bursa, 2003

PARASIZ, İlker., **Türkiye Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2003

PEKER, Melih., “TCMB’nın Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü”, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara, 2002

PEKİN, Tefvik., **Makro Ekonomi**, 4.b., Bilgehan Basımevi, İzmir, 1996

PİRİMOĞLU, Baki., **Para Politikası**, Eskişehir, 1990

SANTOMERO, Anthony M., “Bankacılık Düzenlemeleri Banka Müşterilerine Nasıl Yansır?”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı: 43, 2002,

SARACOĞLU, Rüştü., “1990 Yılına Girerken Türk Ekonomisi”,
[http:// www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/turkekonomisi.html](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/turkekonomisi.html)

SAVAŞ, Vural., **Keynezyen İktisat Yıkılırken**, Fatih Yayınevi, İstanbul, 1984

SAVAŞ, Vural Fuat., **Piyasa Ekonomisi ve Devlet**, Liberte Yayınları, 2.b., Ankara, 2000

SELİMLER, Hüseyin., “T.C.M.B. Bilançosu ve Analitik Bilanço”,
Erişim:10.07.2006, http://www.geocities.com/ceteris_paribus_tr2/h_selimler2.doc

SERDENGEÇTİ, Süreyya., **T.C. Merkez Bankası Vaziyeti ve Anlamı**, Ankara, 1997

SERİN, Vildan., **Para Politikası: Tarihi, Teorik Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması**, Fatih Yayınevi Matbaası, İstanbul, 1987

SEYİDOĞLU, Halil., **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, Güzem Yayınları, Geliştirilmiş 14.b., İstanbul, 2001

SOYAK, Alkan., (Der), **Küreselleşme İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşıtlıklar**, Om Yayınevi, İstanbul, 2002

ŞAHİN, Hüseyin., **Türkiye Ekonomisi**, Livane Matbaası, Bursa, 2002

ŞAHİNÖZ, Ahmet., **Türkiye Ekonomisi: Sektörel Analiz**, İmaj Yayıncılık, Ankara, 2001

TAŞKIN, Murat., “1923-2003 Döneminde Türkiye Cumhuriyeti’nin Dış Ticaret Politikaları”, Erişim:11.04.2006,
<http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/ozelsayiekim/murat.htm>

TCMB, 2001 Para Politikası Raporu

TCMB Para Politikası Raporu, 2005-I

TCMB, Yıllık Raporlar, Ankara, (1987-2005)

TEKİN, Fazıl ve diğerleri, **Uluslararası Mali İlişkiler**, 7.b., Açıköğretim Fakültesi Yayınları, Eskişehir, 2004

TEPE, Serap, ÖZÜNEL, Ayşe, SAĞ, Başak, BİÇER, Onur., “Enflasyon Hedeflemesi”, Ankara, Erişim:03.03.2006,
<http://politics.ankara.edu.tr/~karatepe/faspa/Enflasyonhedeflemesi.pdf>

TEZER, Öçal, ÇOLAK, Ö. Faruk., **Para-Banka**, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara, 1988

TUNAY, K. Batu., “Türkiye’de 1980-1995 Döneminde Para Politikalarının Gelişimi”, **İktisat Politikası**, Vildan Serin (ed.), Alfa Yayınevi, İstanbul, 1998

TURHAN, Ali., “Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) ≠ GATT” Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Ankara, 1997, Erişim:10.03.2005, [http:// ekutup.dpt.gov.tr/ticaret/turhana/dto.html](http://ekutup.dpt.gov.tr/ticaret/turhana/dto.html)

TÜRKİYE BANKALAR BİRLİĞİ, Erişim:19.06.2006

<http://www.tbb.org.tr/turkce/kanunlar/tcmb/TCMB%20Kanunu.doc>

TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI, Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, Sayı: 2005-56, 2005

TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI, Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, TCMB Yayınları, Ankara, 2002

ULUDAĞ, İlhan., **Türkiye Ekonomisi: Teori-Politika-Değerlendirme**, Bilmen Basım ve Yayınevi, İstanbul, 1990

ULUSOY, Ahmet, KARAKURT, Birol “Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 223, 2004

URAS, T. Güngör., **Ekonomide Özal’lı Yıllar 1980-1990**, Afa Yayıncılık, İstanbul, 1993

USTA, Bülent., Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ükelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği, (TCMB Uzmanlık Tezi), Ankara, 2003

UYSAL, Yaşar., “Bölüşüm İlişkileri ve Bu İlişkilerin Düzenlenmesinde Etkili Olabilecek İktisat Politikalarının Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği”, **D.E.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 2, 1999

UYSAL, Yaşar., “Yatırım Aracı Olarak Döviz (Dolar)”, Ticaret Gazetesi, 1 Eylül 2006, Erişim:19.09.2006, <http://kisi.deu.edu.tr/yasar.uysal/>

UYSAL, Yaşar., “Yatırım Aracı Olarak Borsa”, Ticaret Gazetesi, 4 Eylül 2006, Erişim:19.09.2006, <http://kisi.deu.edu.tr/yasar.uysal/>

UZUNOĞLU, Sadi., **Para ve Döviz Piyasaları**, Literatür Yayıncılık, Genişletilmiş 2.b., İstanbul, 2003

ÜNSAL, Erdal., **Makro Ekonomi**, Eda Matbaası, 5.b., Ankara, 2003

VENET, Baptiste., “Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme: Literatüre Eleştirel Bir Bakış, Çev. Canan Özaltay, **İktisat Dergisi**, 2003

VURAL, M. Göknil., Altın Piyasası ve Altın Fiyatlarını Etkileyen Faktörler, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2003

WILLIAMSON, John, MAHAR, Molly., **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir inceleme**, Çev. Güven Delice, Liberte Yayınları, Ankara, 2002

YANAR, Rüstem., Finansal Globalleşme ve Ekonomik Krizler: 1990 Sonrası Türkiye Örneği, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Gaziantep Üniversitesi, 2002)

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

YAYLA, Atilla., **Liberalizm**, Liberte Yayınları, 4.b., Ankara, 2002

YELDAN, Erinç., **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme**, İletişim Yayınları, 8.b., İstanbul, 2003

YENAL, Oktay., **Cumhuriyet’in İktisat Tarihi**, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası Yayınları, İstanbul, 2001

YENTÜRK, Nurhan ve diğerleri, **Türkiye Ekonomisi**, Açıköğretim Fakültesi Yayınları, Yayın No: 836, Eskişehir, 2004

YILDIRIM, Oğuz., “Türkiye’de Parasal Programlama ve Enflasyon Hedeflemesi”, Erişim:24.05.2006,
http://www.geocities.com/ceteris_tr/o_yildirim7.doc

YİĞİT, Serkan., “T.C.M.B Bankalararası Para Piyasası”, **T.C.M.B. Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği**, No: 6, Ankara, 2002

YUMUŞAK, İbrahim Güran, ERARSLAN, Cemil., “Yeni Ekonominin Para Politikaları Üzerindeki Etkileri”, **3. Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi**, Eskişehir, 2004

EKLER

EK 1: MERKEZ BANKASI ANALİTİK BİLANÇOSU (1980-2005)

MB ANALİTİK BİLANÇOSU (Yıl Sonları İtibariyle BinYTL)	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
VARLIKLAR	1.505	2.428	2.878	4.430	6.453	9.315	14.020	22.322	38.362	48.988	60.987	96.789
Dış Varlıklar	184	251	329	556	1.074	2.101	3.301	4.778	11.429	17.948	25.583	38.736
İç Varlıklar	1.321	2.177	2.549	3.874	5.380	7.214	10.719	17.544	26.933	31.040	35.404	58.053
Nakit İşlemler	856	1.486	1.804	2.772	3.674	3.636	4.770	7.736	9.753	9.834	8.996	25.624
Hazine Borçları	617	1.157	1.353	2.059	3.025	2.964	3.887	5.607	7.020	7.860	5.324	22.904
Bankamız Portföyü	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
5 Kasım 2001 Öncesi DİBS	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
İkincil Piyasadan Alınan DİBS	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Diğer	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Bankacılık Sektörüne Açılan Nakit Krediler	281	425	518	717	555	419	737	1.917	3.019	3.032	5.320	5.295
TMSF'na Kullanılan Krediler	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Diğer Kalemler	-42	-96	-67	-4	94	253	146	212	-287	-1.058	-1.648	-2.575
Değerleme Hesabı	464	691	745	1.102	1.706	3.577	5.949	9.809	17.181	21.206	26.408	32.429
IMF Acil Yardım Takip Hesabı(Hazine)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
YÜKÜMLÜLÜKLER	1.505	2.428	2.878	4.430	6.453	9.315	14.020	22.322	38.362	48.988	60.987	96.789
Toplam Döviz Yükümlülükleri	941	1.370	1.663	2.667	4.065	6.154	9.724	15.892	26.511	30.460	37.150	52.796
Dış Yükümlülükler	867	1.317	1.529	2.430	3.360	5.368	7.587	11.547	18.034	20.661	26.132	38.340
İç Yükümlülükler	73	54	134	237	706	786	2.136	4.345	8.476	9.799	11.018	14.456
Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat	73	51	130	233	494	257	863	1.735	4.138	4.717	4.605	5.243
Bankaların Döviz Mevduatı	0	3	4	4	212	529	1.274	2.610	4.338	5.082	6.413	9.213
Merkez Bankası Parası	564	1.058	1.215	1.763	2.388	3.161	4.297	6.430	11.852	18.528	23.837	43.993
Rezerv Para	506	787	1.207	1.525	2.204	2.996	3.999	5.503	10.143	17.035	23.871	37.244
Emisyon	266	355	543	731	919	1.286	1.908	2.955	4.485	8.365	14.074	21.288
Bankalar Mevduatı	172	336	599	717	1.111	1.512	1.673	2.023	4.771	7.778	8.887	14.161
Bankalar Zorunlu Karşılıkları	135	229	401	561	935	1.339	1.470	1.578	3.748	6.047	7.323	11.227
Bankalar Serbest İmkanı	37	108	198	156	176	173	203	445	1.023	1.731	1.564	2.934
Fon Hesapları	0	24	22	22	85	80	183	213	380	444	358	1.488
Banka Dışı Kesimin Mevduatı	69	72	43	55	89	118	236	313	507	448	552	307
Diğer Merkez Bankası Parası	58	271	8	238	184	164	297	927	1.708	1.493	-34	6.749
Açık Piyasa İşlemleri	0	0	0	0	0	3	38	490	1.206	330	-927	5.584
Kamunun YTL Mevduatı	58	271	8	238	184	161	260	437	502	1.163	893	1.165

EK 1: (devamı)

MB ANALİTİK BİLANÇOSU (Yıl Sonları İtibariyle BinYTL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
VARLIKLAR	177.244	285.801	693.119	1.420.321	2.686.826	4.700.989	6.881.008	13.019.440
Dış Varlıklar	75.758	128.126	367.957	947.263	2.042.510	4.336.722	7.168.740	14.526.524
İç Varlıklar	101.486	157.675	325.162	473.058	644.316	364.267	-287.732	-1.507.084
Nakit İşlemler	66.751	125.751	195.011	429.269	647.950	554.348	92.660	-358.525
Hazine Borçları	62.602	108.482	217.767	431.029	820.043	889.105	768.807	901.173
Bankamız Portföyü	..	..	..	..	..	..	..	..
5 Kasım 2001 Öncesi DİBS	..	..	..	..	..	..	..	..
İkincil Piyasadan Alınan DİBS	..	..	..	..	..	..	..	..
Diğer	..	..	..	..	..	..	..	..
Bankacılık Sektörüne Açılan Nakit Krediler	9.442	18.862	11.957	12.214	7.693	7.681	7.544	7.680
TMSF'na Kullanılan Krediler	..	..	..	..	..	..	..	..
Diğer Kalemler	-5.293	-1.593	-34.713	-13.974	-179.787	-342.438	-683.690	-1.267.379
Değerleme Hesabı	34.735	31.924	130.151	43.789	-3.634	-190.081	-380.393	-1.339.192
IMF Acil Yardım Takip Hesabı(Hazine)	0	0	0	0	0	0	0	190.634
YÜKÜMLÜLÜKLER	177.244	285.801	693.119	1.420.321	2.686.829	4.700.989	6.881.008	13.019.440
Toplam Döviz Yükümlülükleri	89.407	157.688	498.926	1.072.187	1.980.632	4.053.023	6.352.976	11.432.340
Dış Yükümlülükler	61.347	111.133	390.798	784.054	1.413.943	2.545.585	4.307.295	6.696.686
İç Yükümlülükler	28.060	46.555	108.128	288.133	566.688	1.507.438	2.045.681	4.735.654
Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat	10.798	16.692	16.567	119.349	213.247	703.959	670.420	1.723.362
Bankaların Döviz Mevduatı	17.262	29.863	91.561	168.784	353.441	803.479	1.375.261	3.012.292
Merkez Bankası Parası	87.837	128.113	194.193	348.134	706.198	647.966	528.032	1.587.100
Rezerv Para	61.195	101.721	184.542	323.981	621.487	1.186.386	2.145.691	3.932.210
Emisyon	36.838	63.104	116.224	208.203	382.243	758.878	1.328.542	2.390.748
Bankalar Mevduatı	23.120	36.048	66.102	108.868	228.197	370.758	782.586	1.488.653
Bankalar Zorunlu Karşılıkları	19.064	30.341	56.700	104.844	175.512	336.353	694.261	1.022.571
Bankalar Serbest İmkani	4.056	5.707	9.402	4.024	52.685	34.405	88.325	466.082
Fon Hesapları	693	1.491	928	4.298	6.552	49.722	16.546	31.194
Banka Dışı Kesimin Mevduatı	544	1.078	1.288	2.612	4.494	7.028	18.017	21.615
Diğer Merkez Bankası Parası	26.642	26.392	9.651	24.153	84.711	-538.420	-1.617.659	-2.345.110
Açık Piyasa İşlemleri	21.779	21.835	5.336	15.269	51.368	-720.339	-1.830.591	-2.406.795
Kamunun YTL Mevduatı	4.863	4.557	4.315	8.884	33.342	181.919	212.932	61.685

EK 1: (devamı)

MB ANALİTİK BİLANÇOSU (Yıl Sonları İtibariyle BinYTL)	2000	2001	2002	2003	2004	2005
VARLIKLAR	16.903.438	60.089.520	74.070.525	76.497.131	74.672.791	90.070.136
Dış Varlıklar	18.004.037	34.409.563	50.995.283	52.891.854	53.592.147	72.337.752
İç Varlıklar	-1.100.599	25.679.957	23.075.242	23.605.277	21.080.644	17.732.385
Nakit İşlemler	-416.026	25.664.127	24.221.843	22.881.799	19.048.118	15.722.737
Hazine Borçları	1.490.801	34.403.119	30.812.443	28.019.133	23.236.563	19.429.146
Bankamız Portföyü	1.514.941	34.459.512	30.919.409	28.078.806	23.292.479	19.470.029
5 Kasım 2001 Öncesi DİBS	1.514.941	34.301.090	30.919.409	28.078.806	23.292.479	19.470.029
İkincil Piyasadan Alınan DİBS	0	158.422	0	0	0	0
Diğer	-24.140	-56.394	-106.966	-59.673	-55.916	-40.884
Bankacılık Sektörüne Açılan Nakit Krediler	0	16.270	12.804	6.556	7.678	1.374
TMSF'na Kullandırılan Krediler	500.000	750.000	250.000	0	302.300	0
Diğer Kalemler	-2.406.827	-9.505.262	-6.853.404	-5.143.890	-4.498.423	-3.707.783
Değerleme Hesabı	-875.207	-174.804	-1.146.601	723.478	2.032.526	2.009.648
IMF Acil Yardım Takip Hesabı(Hazine)	190.634	190.634	0	0	0	0
YÜKÜMLÜLÜKLER	16.903.438	60.089.520	74.070.525	76.497.131	74.672.791	90.070.136
Toplam Döviz Yükümlülükleri	15.923.554	50.220.700	53.551.071	52.362.594	49.929.437	51.522.448
Dış Yükümlülükler	10.405.974	36.733.224	37.368.781	35.647.919	30.554.024	22.857.817
İç Yükümlülükler	5.517.580	13.487.475	16.182.290	16.714.675	19.375.413	28.664.631
Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat	1.222.177	3.139.113	5.462.814	6.518.301	6.099.459	13.874.197
Bankaların Döviz Mevduatı	4.295.403	10.348.363	10.719.476	10.196.374	13.275.953	14.790.434
Merkez Bankası Parası	979.884	9.868.820	20.519.454	24.134.537	24.743.354	38.547.689
Rezerv Para	5.949.348	7.975.887	10.668.323	15.010.397	20.327.876	32.696.350
Emisyon	3.772.411	5.282.660	7.635.622	10.675.528	13.465.237	19.612.019
Bankalar Mevduatı	2.015.481	2.520.198	2.791.824	4.191.278	6.723.267	12.898.867
Bankalar Zorunlu Karşılıkları	1.404.157	1.626.371	1.671.841	2.288.617	3.115.294	0
Bankalar Serbest İmkânı	611.324	893.827	1.119.983	1.902.661	3.607.973	12.898.867
Fon Hesapları	115.720	104.157	178.059	48.310	24.372	90.565
Banka Dışı Kesimin Mevduatı	45.736	68.872	62.818	95.281	115.000	94.899
Diğer Merkez Bankası Parası	-4.969.464	1.892.934	9.851.131	9.124.140	4.415.479	5.851.339
Açık Piyasa İşlemleri	-5.218.625	1.243.969	9.578.737	8.260.095	3.622.089	4.983.044
Kamunun YTL Mevduatı	249.161	648.964	272.394	864.045	793.389	868.294

EK 2: MB ANALİTİK TABLOSUNA İLİŞKİN RASYOLAR**EK 2-A: Dış ve İç Varlıkların Aktif Toplamı İçindeki Payı**

YILLAR	Dış Varlıklar/ Aktif Toplamı	İç Varlıklar/ Aktif Toplamı
1980	12,2	87,8
1981	10,3	89,7
1982	11,4	88,6
1983	12,5	87,5
1984	16,6	83,4
1985	22,6	77,4
1986	23,5	76,5
1987	21,4	78,6
1988	29,8	70,2
1989	36,6	63,4
1990	41,9	58,1
1991	40,0	60,0
1992	42,7	57,3
1993	44,8	55,2
1994	53,1	46,9
1995	66,7	33,3
1996	76,0	24,0
1997	92,3	7,7
1998	104,2	-4,2
1999	111,6	-11,6
2000	106,5	-6,5
2001	57,3	42,7
2002	68,8	31,2
2003	69,1	30,9
2004	71,8	28,2
2005	80,3	19,7
1980-2005	50,9	49,1
1980-1989	19,7	80,3
1990-1999	67,3	32,7
2000-2005	75,6	24,4

EK 2-B: Hazine Borçları ve Bankacılık Sektörüne Açılan Kredilerin Aktif Toplamı İçindeki Payı

YILLAR	Hazine Borçları/ Aktif Toplamı	Bankacılık Sektörüne Açılan Nakit Krediler/ Aktif Toplamı
1980	41,0	18,7
1981	47,7	17,5
1982	47,0	18,0
1983	46,5	16,2
1984	46,9	8,6
1985	31,8	4,5
1986	27,7	5,3
1987	25,1	8,6
1988	18,3	7,9
1989	16,0	6,2
1990	8,7	8,7
1991	23,7	5,5
1992	35,3	5,3
1993	38,0	6,6
1994	31,4	1,7
1995	30,3	0,9
1996	30,5	0,3
1997	18,9	0,2
1998	11,2	0,1
1999	6,9	0,1
2000	8,8	0,0
2001	57,3	0,0
2002	41,6	0,0
2003	36,6	0,0
2004	31,1	0,0
2005	21,6	0,0
1980-2005	30,0	5,4
1980-1989	34,8	11,1
1990-1999	23,5	2,9
2000-2005	32,8	0,0

EK 2-C: Değerleme Hesabı/Aktif Toplamı

YILLAR	DEĞERLEME HESABI
1980	30,9
1981	28,5
1982	25,9
1983	24,9
1984	26,4
1985	38,4
1986	42,4
1987	43,9
1988	44,8
1989	43,3
1990	43,3
1991	33,5
1992	19,6
1993	11,2
1994	18,8
1995	3,1
1996	-0,1
1997	-4,0
1998	-5,5
1999	-10,3
2000	-5,2
2001	-0,3
2002	-1,5
2003	0,9
2004	2,7
2005	2,2
1980-2005	17,6
1980-1989	34,9
1990-1999	10,9
2000-2005	-0,2

EK 2-D: Toplam Döviz Yükümlülükleri ve MBP'nin Toplam Yükümlülükler İçindeki Payı

YILLAR	Toplam Döviz Yükümlülükleri/Toplam Yükümlülükler	MBP/Toplam Yükümlülükler
1980	62,5	37,5
1981	56,4	43,6
1982	57,8	42,2
1983	60,2	39,8
1984	63,0	37,0
1985	66,1	33,9
1986	69,4	30,6
1987	71,2	28,8
1988	69,1	30,9
1989	62,2	37,8
1990	60,9	39,1
1991	54,5	45,5
1992	50,4	49,6
1993	55,2	44,8
1994	72,0	28,0
1995	75,5	24,5
1996	73,7	26,3
1997	86,2	13,8
1998	92,3	7,7
1999	87,8	12,2
2000	94,2	5,8
2001	83,6	16,4
2002	72,3	27,7
2003	68,5	31,5
2004	66,9	33,1
2005	57,2	42,8
1980-2005	68,8	31,2
1980-1989	63,8	36,2
1990-1999	70,9	29,1
2000-2005	73,8	26,2

EK 2-E: Dış Varlıklar/Toplam Döviz Yükümlülükleri

YILLAR	Dış Varlıklar/Toplam Döviz Yükümlülükleri
1980	19,6
1981	18,3
1982	19,8
1983	20,8
1984	26,4
1985	34,1
1986	33,9
1987	30,1
1988	43,1
1989	58,9
1990	68,9
1991	73,4
1992	84,7
1993	81,3
1994	73,7
1995	88,3
1996	103,1
1997	107,0
1998	112,8
1999	127,1
2000	113,1
2001	68,5
2002	95,2
2003	101,0
2004	107,3
2005	140,4
1980-2005	71,2
1980-1989	30,5
1990-1999	92,0
2000-2005	104,3

EK 2-F: Emisyon/Merkez Bankası Parası

YILLAR	Emisyon/Merkez Bankası Parası
1980	47,1
1981	33,5
1982	44,7
1983	41,4
1984	38,5
1985	40,7
1986	44,4
1987	46,0
1988	37,8
1989	45,1
1990	59,0
1991	48,4
1992	41,9
1993	49,3
1994	59,8
1995	59,8
1996	54,1
1997	117,1
1998	251,6
1999	150,6
2000	385,0
2001	53,5
2002	37,2
2003	44,2
2004	54,4
2005	50,9
1980-2005	74,5
1980-1989	41,9
1990-1999	89,2
2000-2005	104,2

EK 2-G: Açık Piyasa İşlemleri/Toplam Yükümlülükler

YILLAR	Açık Piyasa İşlemleri/ Toplam Yükümlülükler
1980	0,0
1981	0,0
1982	0,0
1983	0,0
1984	0,0
1985	0,0
1986	0,3
1987	2,2
1988	3,1
1989	0,7
1990	-1,5
1991	5,8
1992	12,3
1993	7,6
1994	0,8
1995	1,1
1996	1,9
1997	-15,3
1998	-26,6
1999	-18,5
2000	-30,9
2001	2,1
2002	12,9
2003	10,8
2004	4,9
2005	5,5
1980-2005	-0,8
1980-1989	0,6
1990-1999	-3,2
2000-2005	0,9