

**FİNANSAL GELİŞME VE YENİLİKLERİN PARA POLİTİKASI
ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Behlül Onursal ASLAN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Nilgün ÇAĞLARIRMAK USLU

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Şubat 2008

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZÜ**FİNANSAL GELİŞME VE YENİLİKLERİN PARA POLİTİKASI
ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ****Behlül Onursal ASLAN****İktisat Anabilim Dalı****Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Şubat 2008****Danışman: Yrd. Doç. Dr. Nilgün ÇAĞLARIRMAK USLU**

Dünya ekonomisi 1970’li yıllardan itibaren, küreselleşme süreciyle birlikte, yeniden yapılanma içerisine girmiştir. Gelişmiş ülkeler, kendi sermayelerine daha karlı yatırım alanları yaratabilmek, geliştirmek olan ülkeler ise, büyümenin finansmanı için ihtiyaç duydukları fonları sağlayabilmek amacıyla, finansal piyasalarına serbestlik kazandıracak politikaları uygulamaya koymuşlar, finans piyasalarını tüm miktar ve fiyat sınırlamalarından arındırmışlardır. Finansal liberalizasyon uygulamaları ile birlikte sermaye hareketleri üzerindeki kontroller kaldırılmış, bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler, gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya ölçeğindeki hareketine imkan sağlamış, mali piyasaların küreselleşmesine ve entegrasyonuna katkı yapmıştır.

Kesin bir görüş olmamasına karşın, finansal yeniliklerin piyasaların gelişimine olumlu katkıları olduğu ancak, yenilik sürecinin para arzı ve talebi üzerinde yarattığı belirsizlik nedeniyle, para otoritelerinin karar alma sürecini etkileyerek, para politikalarında belirsizliğe neden olduğu sonucuna varılmıştır.

Çalışmanın amacı, finansal gelişme ve yenilikler ile para politikası arasındaki nedensellik ilişkisini test etmek ve nedenselliğin yönün bulmaktır. Nedensellik testinde 1996-2006 yılları arası üç aylık veriler kullanılmıştır. Uygulanan Granger nedensellik testi sonucunda, Türkiye’de finansal gelişme ve yeniliklerin para politikasının nedeni olduğu yönünde bir ilişki bulunmuştur.

ABSTRACT**THE EFFECT OF FINANCIAL DEVELOPMENT AND INNOVATIONS ON
MONETARY POLICY: THE CASE OF TURKEY****Behlül Onursal ASLAN**

**Department of Economics
Anadolu University Institute of Social Sciences, February 2008
Supervisor: Yrd. Doç. Dr. Nilgün ÇAĞLARIRMAK USLU**

Along with the globalization process, world economy has started to reform since 1970. Developed Countries, for creating more profitable investment areas for their capital accumulation, and developing countries for capturing required capital accumulation financing their economic growth, have applied policies leading to financial market liberalization and removed their financial markets off the quantity and price limitations. 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.

Although there is not a firm decision, financial innovations contributes positively to the developments of the markets. However, innovation process creates uncertainty on the money supply and demand, influences the decision making process of the monetary authorities and results in uncertainty in monetary policies.

The purpose of this study is to test the casual relationship between financial development and innovations and monetary policy and to find the direction of causality. For the Granger Casuality test, we used quarterly data for the period 1996-2006. In the result of Granger casuality test applied, the causality runs from financial development and innovations to monetary policy.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Behlül Onursal ASLAN’ın “**Finansal Gelişme ve Yeniliklerin Para Politikası Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği**” başlıklı tezi 26/02/2008 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, **İktisat** Anabilim Dalında yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı): Yard. Doç. Dr. Nilgün ÇAĞLARIRMAK USLU

Üye : Prof. Dr. İlyas ŞIKLAR

Üye : Doç. Dr. Nuray GÖKÇEK KARACA

Prof. Dr. Nurhan AYDIN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ÖZGEÇMİŞ

Behlül Onursal ASLAN

İktisat Anabilim Dalı
Yüksek Lisans

Eğitim

Lisans 2004 Anadolu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi (İİBF)
İktisat Bölümü

Lise 1999 Denizli Anadolu Lisesi

Kişisel Bilgiler

Doğum yeri ve yılı: Denizli, 5 Mart 1981

Cinsiyet : Erkek

Yabancı dil : İngilizce

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iii
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	iv
ÖZGEÇMİŞ.....	v
TABLolar LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR.....	xii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE YENİLİK SÜRECİ

1.FİNANSAL GELİŞME KAVRAMI.....	3
2.FİNANSAL SERBESTLEŞME VE GELİŞMENİN ULUSAL VE ULUSLARARASI BELİRLEYİCİLERİ.....	6
2.1.Finansal Gelişmeyi Belirleyen Uluslararası Dönüşüm Unsurları.....	7
2.1.1 Bretton Woods Sisteminin Çöküşü ve Petrol Şoku.....	7
2.1.2 Küreselleşme ve Yeni Ekonomi Trendi	10
2.1.3 IMF ve Dünya Bankası Kaynaklı Ortodoks Politikalar.....	12
2.2 Finansal Gelişmeyi Belirleyen Ulusal Dönüşüm Unsurları.....	15
2.2.1 24 Ocak 1980 Serbestleşme Kararları.....	15
2.2.2 SPK'nın Kurulması.....	17
2.2.3 32 Sayılı Kararname.....	18
2.2.4 2000 Kasım ve 2001 Şubat Ekonomik Krizleri.....	19
2.2.5 T.C.Merkez Bankası Bağımsızlığı.....	21
2.2.6 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının Kurulması.....	24
3.FİNANSAL LİBERALİZASYONA YÖNELİK YAKLAŞIMLAR.....	26
3.1 McKinnon-Shaw Hipotezi.....	26
3.2 Yapısalcı Yaklaşım.....	29
3.3 Neo-Keynesyen Yaklaşım.....	30

3.4 Post-Keynesyen Yaklaşım.....	31
4.FİNANSAL GELİŞME VE YENİLİKLERİN TEMEL DİNAMİKLERİ.....	32
4.1 Yasal Düzenlemeler.....	32
4.2 Belirsizliklerden Kaçınma.....	34
4.3 Finansal Kurum ve Mali Araç Çeşitliliği.....	35
4.4 Teknolojik Gelişme.....	37
4.5. Finansal derinlik.....	38
5.FİNANSAL GELİŞMENİN ÖLÇÜLMESİ.....	39
5.1 Finansal Aktif Talebinde Meydana Gelen Değişimleri Yansıtan Göstergeler.....	40
5.1.1 M1/GSYİH.....	40
5.1.2 M2/GSYİH.....	41
5.1.3 M2-M1/GSYİH.....	41
5.1.4 L/GSYİH.....	41
5.1.5 L-M1/GSYİH.....	42
5.2 Arzdaki Gelişmeleri Yansıtan Göstergeler.....	42
5.2.1 Ticari Bankaların ve Banka Dışı Aracıların Aktiflerinin Toplamı/GSYİH.....	42
5.2.2 Ticari Bankaların Aktifleri.....	43
5.2.3 Banka Dışı Finansal Aracıların Çıkardıkları Aktifler/ Ticari Bankaların Aktifleri.....	43
5.3 Diğer Göstergeler.....	43
5.3.1 Kapitalizasyon Oranı.....	43
5.3.2 Özel Sektöre Verilen Krediler.....	44
5.3.3 Bankacılık Sisteminin Aktif Yapısı.....	44
5.3.4 Bankacılık Sisteminin Mevduat ve Kredi Yapıları.....	44
5.3.5 Reel Faiz Oranı.....	44
5.3.6 Finansal Aktiflerin Vade Yapıları.....	44

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI

1.PARA POLİTİKASINA GENEL BİR BAKIŞ.....	46
1.1. Para Politikası Araçları.....	49
1.1.1 Para Politikasının Dolaylı Araçları.....	49
1.1.1.1 Açık Piyasa İşlemleri.....	50
1.1.1.1.1 Doğrudan Alım İşlemleri.....	53
1.1.1.1.2 Doğrudan Satım İşlemleri.....	54
1.1.1.1.3 Ters-Repo İşlemleri.....	54
1.1.1.1.4 Repo İşlemleri.....	54
1.1.1.1.5.Depo Alımı ve Satımı.....	55
1.1.1.1.6. Merkez Bankası Likidite Senedi İhraçları...55	
1.1.1.2 Reeskont Politikası.....	55
1.1.1.3 Zorunlu Karşılıklar Oranları.....	58
1.1.2 Para Politikasının Dolaysız Araçları.....	60
1.1.2.1 Ticari Banka Kredilerinin Miktar, Vade ve Faiz	
Oranları Açısından Selektif Kontrolü.....	61
1.1.2.2 Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları.....	62
1.1.2.3 Disponibilite Uygulaması.....	62
1.1.2.4 Bankalar ve Banka Dışı Mali Araçlara Belli Miktarda	
Devlet Tahvili, Hazine Bonosu Satın Alma Zorunluluğun	
Getirilmesi.....	63
1.1.2.5 Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden	
Düzenlenmesi.....	63
1.1.2.6 Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin	
Kontrolü.....	64
1.1.2.7 Tüketici Kredilerinin Kontrolü.....	64
1.1.2.8 Özel Mevduatlar.....	64
1.1.2.9 Merkez Bankasının Moral Takviyesi.....	65

1.1.2.10 Reklam ve Resmi Olmayan Öğütler.....	65
1.2 Para Politikası Stratejileri.....	65
1.2.1 Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi.....	69
1.2.2 Parasal Hedefleme Stratejisi.....	73
1.2.3 Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi.....	75
2. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ.....	77
2.1.Serbest Dalgalanma.....	79
2.2.Gözetimli Dalgalanma.....	80
2.3.Aralık İçinde Dalgalanma.....	81
2.4.Kaygan Aralık.....	81
2.5.Yönlendirilmiş Sabit Aralık.....	82
2.6.Yönlendirilmiş Sabit Parite.....	82
2.7.Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi.....	83
2.8.Para Kurulu.....	83
2.9.Tam Dolarizasyon.....	84
3. FİNANSAL YENİLİKLERİN PARA POLİTİKASI ÜZERİNE OLASI ETKİLERİ.....	85

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1980 YILINDAN GÜNÜMÜZ KADAR TÜRKİYEDE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

1.1980-1988 YILLARI ARASINDA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI.....	91
2.1989-1993 YILLARI ARASINDA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI.....	96
3.1994-2001 YILLARI ARASINDA UYGULANAN PARA POLİTİKALARI.....	100
4.2001 YILINDAN GÜNÜMÜZE KADAR UYGULANAN PARA POLİTİKALARI.....	107

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE YENİLİKLER İLE PARA POLİTİKASI ARASINDAKİ NEDENSELLİK İLİŞKİSİNİN ANALİZİ: 1996 – 2006 TÜRKİYE UYGULAMASI

1.METODOLOJİ.....	111
1.1. Birim Kök Testi.....	111
1.2. Granger Nedensellik Testi.....	114
2.VERİ YAPISI.....	115
3.AMPİRİK SONUÇLAR.....	116
3.1. Birim Kök Testi Sonuçları	117
3.2. Granger Nedensellik Testi Sonuçları.....	118
SONUÇ.....	122
KAYNAKÇA.....	125

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa

Tablo 1: İhraç Edilen Mali Varlıkların GSMH'e Oranı.....	38
Tablo 2: Parasal Büyüklüklerin GSMH'E Oranı.....	39
Tablo 3: Birim Kök Test Sonuçları (1)	117
Tablo 4: Birim Kök Test Sonuçları (2).....	117
Tablo 5: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (1).....	118
Tablo 6: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (2).....	119
Tablo 7: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (3).....	119
Tablo 8: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (4).....	120

KISALTMALAR

API	: Açık Piyasa İşlemleri
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
IMF	: International Monetary Fund – Uluslararası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
KİT	: Kamu İktisadi Teşekkülü
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
MBP	: Merkez Bankası Parası
OPEC	: Organization of Petroleum Exporting Countries – Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
ÜFE	: Üretici Fiyat Endeksi
VOB	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

GİRİŞ

Teknolojik gelişmelere paralel olarak finansal mal ve hizmet alanında ortaya çıkan yenilik süreci son yıllarda büyük bir hız kazanmıştır. Finansal piyasalarda meydana gelen bu yenilik sürecinin temelini Bretton Woods sisteminin çökmesi sonucu esnek döviz kuru sistemine geçilmesinin ardından yaşanan dalgalanmalar oluşturmuştur.

1970’li yıllarda başlayan finansal liberalizasyon politikaları uygulamalarının temelinde, piyasalardaki tüm sınırlamaların kaldırılması sonucunda tasarrufların tasarruf açığı çeken ülkelere aktarılması ve böylece kaynak dağılımında etkinliğin sağlanması düşüncesi yatmaktaydı. Sabit döviz kurundan esnek döviz kuruna geçilmesi sonucu finansal piyasalarda enflasyon ve faiz oranlarında dalgalanmalar yaşanmaya başlamıştır. Uluslararası düzeyde faaliyet gösteren kuruluşlar döviz kurlarındaki değişimler sonucunda belirsizliklerle karşı karşıya kalmışlar, kar marjlarında düşüşler yaşamaya başlamışlardır. Bu belirsizliklere karşı korunmak amacıyla finansal ürünler ortaya çıkarmışlardır. Finansal aracı ve ürün sayısının artması finansal piyasaların gelişmesini sağlamış fakat para talebinde istikrarsızlıklara neden olmuş ve para politikası uygulayıcılarının politika uygulamalarını zorlaştırmıştır.

Bu çalışmanın amacı finansal gelişme ve yeniliklerin para politikaları üzerine etkilerini incelemek ve konuyu Türkiye açısından değerlendirmektir.

Birinci bölümde finansal yenilik ve gelişme kavramı tanımlanmış, finansal gelişme ve yeniliklerin ulusal ve uluslararası dönüşüm unsurlarının ne olduğu tartışılmış, finansal liberalizasyon ile ilgili teorik yaklaşımlara yer verilmiş, finansal yeniliklerin temel dinamikleri ve finansal gelişmenin ölçülmesi konusunda hangi ölçütlerin kullanılması gerektiği tartışılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, para politikasının amaçları, araçları ve stratejileri ile para politikası ile birlikte eşgüdümlü olarak uygulanan döviz kuru sistemleri teorik

olarak açıklanmış ve finansal yeniliklerin para politikaları üzerine olası etkileri tartışılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise Türkiye’de yaşanan finansal gelişme süreci ile uygulanan para politikalarının gelişimi dönemler itibariyle incelenmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde finansal gelişme ve yenilikler ile para politikası arasında bir nedensellik ilişkisinin olup olmadığı, eğer böyle bir ilişkisi varsa bu ilişkinin yönünün ne olduğuna 1996-2006 yılları arası üç aylık veriler kullanılarak yapılan Granger nedensellik testiyle cevap bulunmaya çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE YENİLİK SÜRECİ

1. FİNANSAL GELİŞME KAVRAMI

Finansal gelişme kavramı, literatürde; bir ülkedeki finans piyasasında kullanılan araçların çeşitliliğinin artması ve bu araçların daha yaygın olarak kullanılır hale gelmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Diğer bir tanımda ise finansal gelişme finansal piyasaların gelişmişliği olarak da tanımlanmaktadır.¹

Finansal gelişme sonucunda ülke ekonomisinde kullanılabilecek finansal araç sayısında artış olacak ve bu araçlar daha yaygın kullanılacak, ekonomik birimler tüketimlerinden sonra ellerinde kalan tasarrufları bu araçlar sayesinde finansal piyasalarda değerlendirebileceklerdir. Yatırımcılar daha fazla fondan yararlanma imkanına kavuşacaklardır.

Gelişmiş bir hukuk sistemiyle desteklenen, doğrudan ve dolaylı finansman modellerinin optimal şekilde biçimlendirdiği bir finansal sistemin kalkınmada en optimal çözüm olacağını söylemek yanlış olmayacaktır. Böyle bir sistem, finansal kararların alınmasında verimliliği arttıracak, optimum kaynak dağılımı sağlayacak, sonuç olarak da ekonomik büyümeye katkıda bulunacaktır.²

Finansal sistemler, yeni teknolojilerin yayılması ve sermaye birikiminin gerçekleşebilmesi için fon tedarikinde bulunma fonksiyonu üstlenmelerinden dolayı, ekonomik büyüme sürecinde önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Gelişmiş ve fonksiyonlarını etkin şekilde yerine getiren finansal sistemler, bireylerin ellerinde bulunan küçük değer taşıyan mevduatları, büyük yatırımlara yönlendirme, yatırım

¹ Neşe Erim ve Armağan Türk , “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** 10 / 2, 2005, s:23

² Bora Oruç, **Finansal Sistemin Ekonomik Kalkınma ve Krizler Üzerindeki Etkileri** ,Sermaye Piyasası Kurulu Gözetim ve Denetleme Dairesi , Ekim:2002, s: 6

çeşitlenmesini mümkün kılarak tasarruf sahiplerinin risklerini azaltma, uygulanması düşünülen projeler hakkında bilgi toplama ve değerlendirme maliyetlerini uzmanlaşmış kurumları vasıtasıyla azaltma ve kaynakların yönetilmesini izleme gibi fonksiyonlar üstlenerek verimliliği ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi arttırabilmektedir.³

Dünyanın gelişmiş ülkelerinde 1960'lı yılların sonlarında, savaş sonrası dönemin büyüme modeli (Fordizm) çerçevesinde büyümeyi daha fazla artırma potansiyelinin tükenmesiyle ekonomik büyüme oranları düşme, işsizlik ve enflasyon oranları artma eğilimine girmiştir. Birikim sürecinin durağanlaşması, verimlilik ve kar oranlarının yükseltilmesi arayışlarına girilmesine yol açmış, bu süreç bir çok alanda yeni yapılanmaları gündeme getirmiştir.

Sermayenin değerlendirme güçlüklerini aşma arayışları, iktisat politikalarında da yeni bir paradigmaya geçişin koşullarını hazırlamış, ekonomik ilişkilerin düzenleyicisi olarak piyasanın etkinliğini esas alan ve düşen karlılığa çözüm bulma ekseninde şekillenen neo-liberal politikalar yaygınlaşmıştır. Küresel alanda kar arayışı sermaye hareketlerine ilişkin sınırlama ve kontrollerin adım adım kaldırılması gereğini ortaya çıkarmış, gelişmiş ülkelerde iktisat politikaları bu olanağı sağlayacak şekilde düzenlenirken, aynı uygulamalar IMF ve Dünya Bankası telkinleriyle az gelişmiş ülkelere de yaygınlaştırılmıştır.⁴

Finansal gelişme stratejisine baktığımız zaman; finansal gelişmenin 1970'li yıllarda, reel faiz oranının enflasyon oranının çok altında tutulmasına yol açan uygulamalardan doğduğu görülmektedir.⁵ 1970'li yıllarda finansal sistemin baskı altında tutulması ekonomik kalkınma için uygulanan stratejiydi.⁶ Reel faiz oranları yatırımları özendirmek ve yatırım artışı sağlayarak ülkenin kalkınmasına yardımcı

³ Özgür Aslan ve İsmail Küçükaksoy, “ Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi:Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, sayı:4, 2006, s: 26

⁴ Gülten Demir, “IMF Modeli ve Krizler”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**,Aralık 2003, s: 64-66

⁵ Tezer Öçal ve Faruk Çolak, **Finansal Sistem ve Bankalar** , (Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 1999) , s: 273

⁶ George M.Von Furstenberg ve Michelle Friattini, “Indicators of Financial Development”, **North American Journal of Economics**, Cilt No:7,Sayı:1,s:19

olmak için düşük tutulmaya çalışılmış, faiz oranlarının piyasa tarafından belirlenmesi engellenmiştir. Faiz oranları günün koşullarına göre hükümetlerce belirlenmiştir.

Finansal baskı politikaları kapsamında gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik gelişmeyi faiz oranlarını kontrol altında tutarak, öncelikli sektörlerle kredi akışını sağlayarak, devlet aktivitelerini ucuz kredi ile fonlayarak sağlamaya çalışmaları, finansal gelişmeyi engellemiştir. Gelişmekte olan pek çok ülkede, 1980’li yıllardan sonra, gelişme konusunda ki yaklaşımlar değişmiştir. Ölçekleri farklı da olsa, bu ülkelerin çoğu, kaynakların dağılımını sağlamada özel sektöre ve pazardan gelen sinyallere göre davranmışlardır.⁷

Finansal liberalizasyon, nominal faiz oranı için 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.⁸

Finansal liberalizasyon; genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık ve finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir.⁹ Finansal piyasaların daha etkin, baskılanmamış ve müdahalelerden uzak bir şekilde çalışmasına yönelik finansal liberalizasyon uygulamaları, beraberinde ciddi riskler de getirmiştir.¹⁰

1970’li yıllardan sonra uluslararası alanda sermayenin önündeki engellerin kaldırılması ve Bretton Woods sisteminin çöküşünün ardından dalgalı kur sistemine

⁷ Gülbahar Taşkiran, “Finansal Derinliğin Ekonomik Gelişmeye Etkisi ve Avrupa Birliği Ülkeleri ile Türkiye’de Finansal derinliğin İstatistiksel Analizi”, (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,1996), s:13-14

⁸ B.Gülümser Kaytancı, “Ödemeler Dengesi Kamu Açıkları ve Finansal Gelişme”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2000), s: 45

⁹ Serap Durusoy, “Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri”, **DTM dergisi**, <http://www.dtm.gov.tr/dtmweb/index.cfm?action=detayrk&yayinID=567&icerikID=673&dil=TR> Erişim Tarihi: 26.03.2007

¹⁰ Gökhan Karabulut, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Kedenleri**, (İstanbul: DER Yayınevi,2002),s:41

geçilmesi kur ve faiz riskini beraberinde getirmiştir. Finansal yeniliklerin araç ve ürün olarak ortaya çıkmasına esas olarak enflasyon ve faiz oranlarındaki değişiklikler neden olmaktadır. Risklerin artması sonucu bu risklerden korunma ve oluşan yeni ortamdan kar elde etme isteği finansal yeniliklerin oluşmasını sağlamıştır.

Finansal yenilik, finansal piyasaların tam olmaması ve/veya finansal aracılığın etkin olmaması sonucu doğan kar fırsatlarından yararlanmak için ortaya çıkan ya bir ürün ya da bir süreç olarak tanımlanabilir.¹¹

Finansal yeniliklerin ürün olarak ortaya çıktığı durumlarda, ana faktör enflasyon ve faiz oranlarındaki değişiklikler olmaktadır. Süreç olarak ortaya çıkan finansal yeniliklerde ise ana faktör, teknolojik gelişme olmaktadır. ABD'de son yıllarda ortaya çıkan Süper NOW Hesapları, Evrensel Yaşam Sigortası, Faiz ve Döviz Swapları, Para Piyasası Yatırım Hesapları, Faiz Oranı ve Hisse Senedi Endeksli Futures Piyasaları ürün olarak ortaya çıkan finansal yeniliklere örnek olarak verilebilir. Aynı dönemde süreç olarak ortaya çıkan yenilikler için ise; Otomatik Para Çekme Makineleri, Nokta Satış Terminalleri, Kişisel Bilgisayarlar ile Finansal İşlemler ve Elektronik Fon Transferi Sistemi örnek olarak verilebilir.¹² Finansal yenilikler, işlemlerin hızlı yapılmasını sağlaması, alternatif araçlar ve ürünler sunması gibi birçok avantajlar sağlamasına rağmen, işlemlerin riski ve güvenlik açısından da olumsuzlukları da beraberinde getirmektedir. Son yıllarda kredi kartı kullanımı, internette her türlü bankacılık işlemlerinin yapılabilmesinden dolayı binlerce kişinin hesabından yüksek tutarda paralar kaçırılmıştır.

2. FİNANSAL SERBESTLEŞME VE GELİŞMENİN ULUSAL VE ULUSLARARASI BELİRLEYİCİLERİ

1970'li yılların ortasında ve sonlarına doğru yaşanan petrol krizi ve dış borç krizi sonucunda az gelişmiş ülkelere IMF ve Dünya Bankası tarafından finansal

¹¹ Cafer Kaplan, "Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri:Türkiye Örneği", **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği No:9910**, Nisan 1999, s:1-2

¹² Kaplan, **a.g.e.**, s:2

liberalizasyon politikaları önerilmiştir. Bunun altında yatan temel düşünce, sermaye serbestisi ile bir ülkenin ekonomik performansının toplam yatırımların yabancı tasarruflar sayesinde yükselmesi yoluyla artırılabilceğı, yerli sermaye miktarı yetersiz olan ülkeler, yerli tasarrufları arttırmak yerine, yurtdışı sermaye piyasalarından kaynak bularak yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi sağlayabileceğı¹³ ve daha ucuz kredi olanaklarından yararlanabilecekleri ve bu ucuz kredilerle verimli yatırımlar yapılacağı için dış borçlarını ödemede sorunlar yaşamayacağıdır.

1980’li yıllardan itibaren Türkiye’de dahil olmak üzere azgelişmiş ülkeler, IMF ve Dünya Bankasının önerileri doğrultusunda finansal liberalizasyon politikaları uygulamaya başlamışlar ve sermayenin uluslararası alanda hareketinin önünde ki engelleri kaldırmaya başlamışlardır. Finansal liberalizasyon politikalarının uygulanmasını teknolojik alanda ki gelişmeler ve finansal yenilikler kolaylaştırmıştır. Teknolojik gelişmeler sayesinde daha önce olmadığı kadar hızlı bir şekilde fonlar bir ülkeden diğerine çok daha ucuz bir şekilde transfer edilebilmekte ve finansal yenilikler sonucu ortaya çıkan yeni finansal ürünler sayesinde de hükümetler ve yatırımcılar döviz ve faiz riskine karşı koruma elde edebilmektedirler.

2.1. Finansal Gelişmeyi Belirleyen Uluslararası Dönüşüm Unsurları

2.1.1. Bretton Woods Sisteminin Çöküşü ve Petrol Şoku

İkinci Dünya Savaşı sonrası Bretton Woods’ta toplanan konferansta alınan kararlar ile kurulan ve 15 Ağustos 1971 tarihine kadar süren uluslararası para sistemi altın döviz standardına dayanmıştır. Altın döviz standardının geçerliliğı için bir banker ülkenin varlığı ve sistem içinde ki diğer ülkelerin sınai üretim için kullanmadıkları altınları belirli sabit fiyattan banker ülkeye vermeleri gerekir. Banker ülke altınları sadece rezerv olarak saklar ve diğer ülkeler talep ettikleri anda kendi ulusal parasını altına çevirir. Diğer ülkelerin paralarının altına doğrudan konvertibilitesi yoktur. Banker ülke ulusal parası yanında kendisine ait devlet tahvilleri, hazine bonoları ve ticaret senetlerini de altına dönüştürmek zorundadır. Banker ülkenin ulusal parasının

¹³ Nurhan Yentürk, **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, (İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2003),s:7

altına konvertibilitesi tam olup, sistem içinde ki bütün ülkelerde dış borç ödemelerinde kullanılabilmelidir.¹⁴

Yeni oluşturulan bu düzenle döviz kurlarının değişim oranları sabitlenmiş fakat bu sabitlenmiş oranların yeniden düzenlenebilmesi imkanı da ülkelere verilmiştir. Bu sistemle teorik olarak tüm paralar altına sabitlenmiş gibi gözüke de, o dönem de altın stoklarının çoğu ABD’de olduğundan aslında tüm paralar ABD Dolarına sabitlenmiş ve ABD Doları temel para haline gelmiştir.

Bretton Woods sisteminin temel amacı, kısa dönemli dalgalanmalar karşısında sabit kurların korunabilmesini sağlayacak bir kurallar dizisinin yaratılması şeklinde ifade edilebilir. Bretton Woods çerçevesinde döviz kurlarındaki değişme, sadece uzun dönemde ve ödemeler bilançosu dengelerinin sürekli açık ya da fazla vermeleri durumunda gündeme gelecekti. Ayrıca yine Bretton Woods’da anlaşılan ülkeler, bu tür bir döviz kuru değişmesinde bir dizi rekabetçi devalüasyonlar zincirinin oluşmamasını sağlayacak bir mekanizmanın gerçekleştirilmesini de amaçlamaktaydılar.¹⁵

1970’li yılların başlarında uluslararası piyasalar da Amerikan Doları devamlı değer kaybetmeye başladı. Diğer ülkeler de kendi paralarını revalüe etmemeleri sonucu amerikan dolarından diğer paralara doğru spekülasyon akımları başladı. Bunun sonucunda Amerikan hükümeti Camp David kararları olarak da adlandırılan kararları aldı. Bu kararlardan en önemlisi ise doların altına olan konvertibilitesinin kaldırılmasıdır ki bu karar sonucu Bretton Woods sistemi çökmüştür.

Bunların yanı sıra, 1970’li yıllarda petrol fiyatlarının yükselmesiyle birlikte uluslararası ticaret hadleri OPEC ülkeleri lehine dönmüş ve bu ülkelerde ciddi bir fon fazlası ortaya çıkmıştır. Ortaya çıkan fon fazlasının önemli bir kısmı ülkelerinde yatırıma yönelirken, bir kısmı da orta ve uzun vadeli krediler olarak gelişmekte olan ülkelere aktarılmıştır. Gelişmekte olan ülkeler, düşük faiz oranı üzerinden verilen bu

¹⁴ S.Rıdvan Karluk, **Uluslararası Ekonomi: Teori ve Politika**, (İstanbul: Beta Bas.Yay.A.Ş, 6.Baskı,Eylül 2002), s:493

¹⁵ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, (Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları,7. Baskı, 2000), s:562

kredilerden önemli miktarlarda yararlanmışlardır. Ancak 1980 ve 1981 yılında ABD’de, kısa vadeli faiz oranlarının %20’lere çıkması sonucu, borçları sabit kalan gelişmekte olan ülkelerin faiz yükümlülükleri, 1972-1977 dönemindekine oranla üç katına çıkmıştır. Böyle bir parasal şokun üzerine ikinci petrol şokuyla ilgili olayların neden olduğu dünya çapındaki durgunluk ve ABD’deki sıkı para ve maliye politikalarının eklenmesi sonucu, ihracat piyasaları daralmış, hammadde fiyatları düşmüş ve bu gelişmelerin, faiz yükümlülüklerinin önemli ölçülerde yükseldiği bir döneme denk gelmiş olmasına bağlı olarak, gelişmekte olan ülkeler borç ödeyemez hale gelmiş, bir borç kriziyle karşı karşıya kalmışlardır.¹⁶

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk ve borç krizi, o döneme kadar uygulamada olan müdahaleci politikaları gözden düşürerek, iktisadi serbestleşmeyi iktisadi gelişme ile özdeş tutan görüşlerin yaygınlık kazanmasına neden olmuş, dış borçlarını ödemekte ve dış kaynak bulmakta zorluk çeken gelişmekte olan ülkelere, yurtiçi finansal kaynakların artırılması ve durgunluktan çıkış için en uygun yöntem olarak finansal liberalizasyon önerilmiştir.¹⁷

Bretton Woods sisteminin çökmesinin ardından sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçilmesi ve ayrıca aynı dönemde yaşanan iki petrol krizi ve gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı dış borç krizi finansal piyasaları 1970’li yıllardan daha önceki yıllara göre daha riskli hale getirmiştir. 1970’li yıllarda enflasyon ve faiz oranlarında ki dalgalanmalarda bir artış yaşanmaya başlamış, yaşanan bu dalgalanmalar finansal piyasaların daha riskli hale gelmesine neden olmuştur. Faiz oranlarının dalgalanması sonucu sermaye kazanç ve kayıpları yaşanmaya başlamıştır. Bu dalgalanmalar finansal yeniliklerin oluşturulması için ortam hazırlamıştır.

Karşı karşıya kaldıkları riskleri azaltabilmek için yatırımcılar faiz oranı riskini azaltabilecekleri yeni kurulan finansal piyasalarda ve yeni yatırım araçlarıyla işlem yapma konusunda daha istekli olmaktadır. Faiz ve enflasyon oranlarında ki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkan risklerden kaçınmak amacıyla 1970’lerde ortaya üç

¹⁶ Jacques Adda, **Ekonominin Küreselleşmesi**, (İstanbul: İletişim Yayınları, 1. Basım, 2003), s:105-107

¹⁷ Sevinç Mihçî, “Finansal Serbestleşme Sonrası Türkiye Ekonomisi”, **H.Ü.İktisadi İdari Bilimler Dergisi**, 18,2, s:84

önemli finansal yenilik çıkmıştır; değişken oranlı borç araçları, vadeli işlem piyasaları ve borç araçları için options piyasaları.¹⁸

2.1.2. Küreselleşme ve Yeni Ekonomi Trendi

Küreselleşme kavramı, 1980’li yılların ortalarına doğru moda olan bir kavramdır. Genel olarak bu kavram, ülkeler arasında ki özellikle ekonomik ilişkilerde, sınır ötesi faaliyetlerin artışı ifade eder.¹⁹

Küreselleşme kavramıyla ifade edilen sürecin iki bileşeni bulunmaktadır. Bir tanesi sermaye birikimi süreci ile ilgilidir. Burada esas olan sermaye dolaşımının serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının devreye girmesidir. Küreselleşme sürecinin ikinci bileşeni ise teknolojik ilerlemelerle ilgilidir. Burada da bilgisayarların yaygınlaşmasından, haberleşme ve bilgi işlem teknolojisinin hızlanmasından ve büyük oranda ucuzlamasından söz edilmektedir. Hayatın hiçbir alanı bu gelişmelerin dışında kalamamıştır. Para, mal ve diğer faktörlerin akışkanlığı kullanımdaki farklı haberleşme teknolojileri ile büyük bir hız kazanmıştır. Fiber optik ve uydu teknolojilerinin neredeyse devrimci gelişmeleri, süper bir bilgi otobanı oluşturarak bütün dünyayı eskisinden daha yakın ve daha etkilenebilir hale getirmiştir. Teknolojik gelişme ile ilgili bu ikinci bileşen, sermaye birikimi ile ilgili birinci bileşeni de destekler mahiyettedir.²⁰

Günümüzün küreselleşen dünyasında 2000’li yıllara taşınan önemli konulardan biri, yeni ekonomi olarak adlandırılan bilgi teknolojisinde meydana gelen hızlı gelişmeler ve bu gelişmelere bağlı olarak elektronik ticaret (e-ticaret) ile ifade edilen ekonomik yaşamda bilgisayar ağlarının kullanımının dünya çapında yaygınlaşması olayıdır. Yeni ekonomi, bilgi teknolojilerine dayalı olarak oluşan yeni ekonomik

¹⁸ Kaplan, a.g.e., s:3-5

¹⁹ Ferhat Başkan Özgen, **Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansa Piyasaları**, Globalleşme Sürecinde Türkiye’de Finans Piyasalarının Gelişimi, Ege Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayını, İzmir Kasım 1998, s:47

²⁰ Muhammet Akdiş, **“Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler”**, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/>, Erişim Tarihi: 21.05.2007 19:33

ilişkiler ve ortaya çıkan yeni iş alanları ile mevcut iş alanlarının yeni iletişim ortamlarını kullanarak yeniden şekillenmesi olarak tanımlanabilir.²¹

Yeni ekonomi, mal ve hizmetlerin üretiminde sanayi devriminin başlangıcından beri görülmemiş büyük değişiklikler meydana getirmiştir. Bilgisayarlar ve internet, yıllar önce radyo, telefon ve televizyonların yaptığına benzer biçimde bilgi edinmenin maliyetini azaltmıştır. Böylece bilgi devrimi ile birlikte, mal ve hizmet üretiminde daha fazla bilgi teknolojilerinden yararlanılmaya başlanmış, üretim bilgisi gelişmiş, üretim maliyetlerinde çok büyük düşmeler ortaya çıkmış, bilgi teknolojisini üretim faaliyetlerine uygulayabilecek yeni bir çalışan sınıf doğmuştur. Dolayısıyla yeni ekonomi kavramı ile ifade edilen bilgi ve iletişim teknolojisinde ortaya çıkan gelişmeler, firmaların mal ve hizmet talebindeki değişmelere daha hızlı cevap vermesini de sağlamıştır. Bu bağlamda bilişim teknolojisinde ortaya çıkan yenilikler, firmaların mal stoklarını kısa zamanda azaltmasını ve böylece ekonomik büyümenin artmasını sağlamıştır.²²

1980’li yıllardan itibaren teknolojik ilerleme ile haberleşme ve bilgi işlem teknolojisinde ki gelişmeler hızlanmış, büyük oranda ucuzlamış ve bunun sonucunda küreselleşme olgusu hızlanmış, sermaye hareketleri serbestleşmiş, sermaye birikimi ve uluslararası ticaret hacmi artmıştır. Dünya genelinde uygulanmaya başlayan finansal liberalizasyon politikalarının doğal bir sonucu olarak, sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla birlikte bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler sermaye piyasalarının entegrasyonunda önemli rol oynayıp sermaye hareketlerinin küresel ölçekte gerçekleşmesine neden olmuştur. Uluslararası finansal piyasalar arasındaki etkileşim ve bağların bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler sonucunda güçlenmesi ve piyasaların yeni finansal araçlarla derinleşmesi finansal serbestleştirmeyi hızlandırmış ve gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya ölçeğinde hareketine imkan sağlamıştır.

²¹ Karluk, **a.g.e.**, s:222-223

²² Cecchetti, S, “The New Economy and The Challenges For Macroeconomic Policy”, **Working Paper Series 8935**, . (2002), Aktaran: İbrahim Güran Yumuşak, Cemil Erarslan

Dünyada oluşmuş ve oluşmakta olan bu büyük sermayenin kısa vadeli karlar ve rantlar elde etmek için ülke ekonomilerine giriş ve çıkışları büyük dalgalanmalar meydana getirmektedir. Bu nedenle dünya ekonomilerinin küreselleşme ile tanıdığı başka bir olgu da kısa vadeli sermaye hareketlerinin anlık atak ve geri çekilmelerinden kaynaklanan finansal kaynaklı ekonomik krizlerdir.²³

Artan gelişmeyle paralel olarak büyüyen iletişim ve enformasyon ağı, dış ticaret ve sermaye hareketlerinin hacim ve akışkanlığını artırmıştır. Daha çok sermayenin ulusal sınırlamaların kısıtlaması olmadan dünya ölçeğinde hareket etmesi şeklinde algılanan küreselleşmenin bütün ekonomilerin lehine olduğuna ve toptan dünya ekonomisinin refah ve mutluluğunu artacağına inanılmıştır. Ancak sık sık yaşanan durgunluklar peş peşe gelişen ekonomik ve mali krizler küreselleşmenin yönetilmesi gerektiğini ima etmektedir.²⁴

Teknolojideki gelişmeler finansal yeniliklerin ortaya çıkmasına yol açmakta ve bunların hizmete sunulmasını kolaylaştırmaktadır. Finansal işlemlerin ve hizmetlerin maliyetlerini düşürmekte ve daha fazla kar imkanı yaratmaktadır. Teknolojideki gelişmeler işlem bazında etkinliğin artışında da önemli bir rol oynamaktadır. Maliyet etkinliğinin önemli olduğu finans sektöründe maliyet etkinliğini sağlayamayan ürünlerin piyasadan yok olması beklenmektedir. Finansal hizmetler sektöründe, bilgisayar kullanımının yaygınlaşması işlem başına maliyetlerin daha düşük olmasını getirmiştir. Teknolojik gelişme ile ortaya çıkan finansal yeniliklere üç örnek verilebilir. Bunlar; kredi kartları, menkul kıymetleşme ve finansal piyasaların uluslararasılaşmasıdır.²⁵

2.1.3. IMF ve Dünya Bankası Kaynaklı Ortodoks Politikalar

Finansal gelişmenin belirleyicilerinden birisi olan finansal liberalizasyon politikalarının uygulanması IMF ve Dünya Bankası tarafından üye ülkelere önerilmekte,

²³ Akdiş, **a.g.e.**, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/>

²⁴ İsmail Seyrek, “Küreselleşme Sürecinde İktisat Politikaları ve Yakınsama Tezi”, **G.Ü. İ.İ.B.F Dergisi Özel Sayı**,2002, s:167

²⁵ Kaplan, **a.g.e.**, s:7

belli durumlarda ise kullanılmak istenen krediler karşılığında yaptırım olarak sunulmaktadır.

IMF'den kredi almak isteyen bir ülke IMF'e niyet mektubu verir. Bu mektup fon kaynaklarının kullanımı konusunda varılan anlaşmanın yazılı belgesidir. Niyet mektubu, genelde arzı artırıp talebi kısımaya yönelik olarak izlenecek politikalardan oluşur. Bu mektup ile hükümetler, dış ticaret ile uluslararası ödemelerde her çeşit kısıtlamalardan kaçınmayı ve liberalizasyonu gerçekleştirmeyi, dış dengeyi sağlamak için devalüasyon yapmayı, döviz kurlarını serbest piyasa şartlarına göre belirlemeyi, döviz işlemleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırmayı, katlı kurlara başvurmamayı, yabancı sermayeye konan kısıtlamaları kaldırmayı, kamu gelirlerini artırmayı, kamu harcamalarını kısmayı, bütçe açıklarını gidermek için mali sektörde reform yapmayı, sıkı bir para ve kredi politikası izlemeyi, ekonomide özel sektörü güçlendirmeyi, ihracatı ve tarımsal üretimi yükseltmeyi, esnek bir faiz politikası uygulamayı, mal piyasalarında ve fiyatlarda liberalizasyonu gerçekleştirmeyi, gerekirse özelleştirmelere başvurmayı taahhüt ederler.²⁶

Ortodoks kavramı, enflasyonla mücadelenin tamamen iktisat içi araçlarla yapıldığı anlamına gelmektedir. Ortodoks istikrar politikaları daha çok hiperenflasyonla mücadele ve dış dengeyi sürekli iyileştirmede izlenmekte; temelde mali ve parasal disipline, değişen ölçülerde de devalüasyona dayanmaktadır. Ortodoks politikaların başarısı; enflasyonist bekleyişler, açık ve zımni sözleşmeler ve politikalardaki güven yokluğu gibi nedenlerle tartışılmaktadır. Çünkü bu politikaların temeli; reel ücretlerde düşüş, toplam talepte azalma, milli gelirin daralması, ekonomik yükün büyük ölçüde sabit gelirliler ile küçük işletmelere binmesi, aşırı nominal para miktarının kontrolü ve kamu harcamalarında önemli kısıtlamalara dayanmaktadır.

IMF tarafından önerilen ihracatın sürüklediği ve dış finansmana dayalı gelişme modelinin teorik dayanağını, az gelişmiş ülkelerde tasarruf açığının yabancı sermaye girişiyle kapatılması yoluyla hızlı bir büyüme sağlanacağı varsayımı oluşturur. Buna göre düşük tasarruf düzeyinin ve döviz gereklerinin kısıtladığı yatırımlar, dış kaynak

²⁶ Karluk, a.g.e., s:534

girişyle artırılacak ve ülke kendi kaynaklarıyla gerçekleştirebileceğinden daha yüksek büyüme hızlarına ulaşabilecektir. Üretimin ihracata yönelik yapılmasıyla da yükümlülüklerin karşılanması da olanaklı hale gelecektir. Serbestleşmenin teorik dayanağını, bu yolla hem yurt içi tasarruf oranlarının yükseleceği, hem de yabancı sermayenin ülkeye çekilmesiyle kıt faktör olan sermayenin etkin kullanımının sağlanacağı düşüncesi oluşturur.²⁷

1970’li yılların sonlarında başlayan ve 1990’lı yıllarda ivme kazanan iç ve dış finansal liberalizasyon uygulamaları, finansal sermayenin uluslararası hareketinin önündeki en önemli engel olan finansal kontrollerin azaltılması veya ortadan kaldırılmasını sağlayarak, uluslararası sermaye mobilitesinde olağanüstü bir artış ortaya çıkarmıştır. Piyasa mekanizmasının en etkin üretim ve bölüşümü sağlayacağı ve bu dengenin varolan kısıtlamalar kaldırıldığında uluslararası alanda da geçerli olacağı şeklindeki kuramsal yaklaşım, finansal liberalizasyon seçiminin temelini oluşturmaktadır. Konunun gelişmekte olan ülkeler boyutunda bu teorik argümanın yanı sıra bir de zorunluluk olgusu vardır. Her şeyden önce yoğun finansal kontrollerin olumsuz etkileri, gelişmekte olan ülkelere finansal sistemin çeşitli reformlarla yeniden yapılandırılmasının gerektiği konusunda önemli bir baskı yaratmıştır. Diğer taraftan önemli finans kuruluşları, petrol krizleri sonrası ortaya çıkan yüksek borçluluk düzeyleri nedeniyle, borç ödemek için borçlanır hale gelen bu ülkelere, kredi sağlamak için liberalizasyonu ön koşul olarak ileri sürmektedirler. Gelişmiş ülkelere kendi uluslararası şirketleri için karlı yatırım alanları açma isteği doğrultusunda, bu ülkelere finansal sistemlerini liberalize etmeleri için baskı yapmaktadırlar²⁸

Dünyayla bütünleşme çabalarının yanında ülkeler kendi istekleri dışında uluslararası kuruluşlar tarafından finansal liberalizasyon politikaları uygulamak zorunda bırakılmaktadırlar. Ülkeler dış ticaretlerini ve piyasalarını serbestleştirmeden önce serbest piyasa mekanizmasını uygulayacak olan kurumsal mekanizmaları oluşturmalı ve yabancı sermayeyle rekabet edebilme potansiyeline kavuşmalıdırlar. Eğer bu yapılmazsa ülkeler krizlerle karşılaşabilmektedirler.

²⁷ Demir, **a.g.e.**, s:67-68

²⁸ Güven Delice, “Uluslar arası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, sayı:55-1,Ocak-Mart 2000,s:68

2.2. Finansal Gelişmeyi Belirleyen Ulusal Dönüşüm Unsurları

2.2.1. 24 Ocak 1980 Serbestleşme Kararları

1980 öncesi Türkiye’inde dış ticaret, finans ve mal piyasaları yoğun bir şekilde devletin kontrolü altındaydı. Bu döneme kadar Türkiye ithal ikame modeli sanayileşme politikaları uygulamış ve devlet bu stratejiyi kullanarak, hem yatırımcı hem üretici olarak kamu iktisadi teşekkülleri (KİT) kanalı ile sanayileşme hedeflerine ulaşmaya çalışmıştır. Devletin denetim ve kontrolü, ithalatın kısıtlanması ve yasaklanması, katı bir kambiyo sisteminin uygulanması, faiz oranlarının kontrolü ve finansal sistemin kamu bankaları yoluyla denetim altına alınması şeklinde olmuştur. Ancak, bu süreç 1970’lerin ikinci yarısında başlayıp 1980’de son bulan ekonomik krize yol açmıştır.²⁹

Bu gelişmeler sonucunda 24 Ocak 1980 yılında 24 Ocak kararları olarak tarihe geçen istikrar kararları alınmak zorunda kalınmıştır. IMF ve Dünya Bankası gibi iki uluslararası kurumun da desteğini alan bu programın en önemli iki ayağını, dış ticarete ve finansal piyasalardaki serbestleşme politikaları oluşturdu. Finansal serbestleşme çerçevesinde girilen reformların temel amacı, Türkiye ekonomisinin içine düştüğü kaynak-kullanım dengesizliğini giderebilmek için, halihazırda yurt içinde bulunan mali kaynakların ihtiyaç duyulan kullanım alanlarına doğru harekete geçirilmesi ve bu yolla ekonomik büyümeye hız verilmesidir.³⁰

Hem ödemeler bilançosu sorununun aşılammaması, hem de giderek artan enflasyon nedeniyle 1980 yılında ekonomik istikrar programı uygulamaya konmuştur. Uygulamaya konan bu programa, açıklandığı tarih olan 24 Ocak Kararları denilmektedir. 24 Ocak kararları kısaca şöyledir:

²⁹ Fatih Mangır, “Finansal Deregülasyonun 1989-2001 Türkiye Ekonomisine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı: 16, s:462-463

³⁰ Öner Günçaydı ve Suat Küçükçiftçi, “Türkiye’de Finansal Liberalleşme Sürecinin Başarımı ve Mali Kesim Üzerine Bir Değerlendirme”, **ODTÜ Gelişme Dergisi**, 29 (1-2), 2002, s:89

- Yüzde 48.6 oranında devalüasyon yapılarak TL'nin değeri 1 dolar = 48.70 TL'dan 71.40 TL'na düşürülmüştür. Döviz alım ve satımı liberalleştirilmiş, döviz piyasası üzerindeki kontroller kaldırılmıştır
- Liberal piyasa düzenine geçilmesi ve devletin fiyatlara müdahalesini önlemek amacıyla Fiyat Kontrol Komitesi kaldırılmış ve KİT ürünlerine önemli zamlar yapılmıştır. KİT'lerin daha bağımsız yapıya kavuşmaları ve ürünlerinin fiyatlarını piyasa koşullarına göre belirleme yetkisine kavuşmaları ilkesi benimsenmiştir. Ayrıca KİT'lerin özelleştirilmesi esası benimsenmiştir.
- Para ve kredi hacminde enflasyonun altında artış olması öngörülmüştür.
- Faiz oranları serbestleştirilmiş ve reel faiz politikası izlenmiştir. 01.07.1980 tarihinde faiz oranları tamamen serbest bırakılmış, fakat daha sonra bundan tamamen vazgeçilerek Temmuz 1983'de sistem yeniden düzenlenerek bankalar denetim altına alınmıştır. Aralık 1983'ten sonra mevduat faiz oranlarının denetimi ve uygulanacak taban faiz oranları konusunda T.C. Merkez Bankası yetkili kılınmıştır.³¹
- IMF, Dünya Bankası ve diğer yabancı kuruluşlara ait bütün kamu dış borçları ertelenmiş ve yeni kredi olanakları sağlanmıştır. Para ve kredi hacminin ve Türkiye genelinde ücretlerin enflasyonun altında gelişme göstermesi esası benimsenmiştir.
- Tarıma verilen sübvansiyonlar daraltılmıştır. Bu amaçla, gübre fiyatına yapılan destek büyük ölçüde kaldırılmış, taban fiyat politikası kapsamındaki ürün sayısı azaltılmış ve bu ürünlerin taban fiyatlarının enflasyonun altında bir gelişme göstermesi esası benimsenmiştir.
- Dış ticarette liberalleşme ilkesi benimsenmiş; ithalat kolaylaştırılırken ihracatı teşvik edici önlemlerin alınması kararlaştırılmıştır. Bu amaçla, ithalatta kotaların kaldırılması ve gümrük vergilerinin aşağı çekilmesi kabul edilmiştir. İhracatı teşvik etmek için ise bazı ürünlerin ihracatında % 5-20 vergi iadesi benimsenmiştir.

³¹ Rıdvan Karluk, **Türkiye Ekonomisi** , (İstanbul: Beta Yayınları, 1997), s. 387.

- Yabancı sermayeyi teşvik edici düzenlemeler getirilmiş ve Yabancı Sermayeyi Teşvik Kurulu oluşturulmuştur.
- Ekonomik istikrar ve liberalizasyon politikalarının en büyük reformu döviz kuru politikalarında olmuştur. 1980 öncesinde katı kambiyo kontrolü altında bulunan sabit kur sistemine esneklik kazandırılarak daha gerçekçi kur politikalarına dönülmüştür. Dış ticaret politikası araçları içinde önemli bir yeri olan döviz kuru politikaları ile dış ticaret dengesi sağlanmaya çalışılmıştır.³²

İstikrar tedbirleri çerçevesinde enflasyon nedeniyle negatif olan reel faiz oranlarının artırılması ve ekonomide atıl olan ya da organize olmamış piyasalarda bulunan fonların finansal piyasalara çekilmesi ve bunun sonucunda finansal piyasaların derinleşmesinin sağlanması amacıyla kredi ve mevduat faizleri üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış, devalüasyon yapılarak günlük kur uygulamasına başlanmış, devletin ekonomide ki oranının azaltılması amaçlanmış, dış ticaret liberalize edilmiş kısacası korumacı ithal ikameci modelden serbest piyasa koşullarının işlerlik kazandığı ekonomik büyümenin ihracata dayandığı bir modele geçilmiştir.

2.2.2. SPK'nın Kurulması

Finansal piyasaların derinleşmesi için finansal piyasalara aktarılan fon miktarının artırılması gerekmektedir. Elllerinde fon fazlası bulunan tasarruf sahiplerinin bu fonlarını finansal piyasalarda değerlendirmesi ya da ellerinde bulunan fonları finansal piyasalara aktarması için piyasalara güven duymaları gerekmektedir. Piyasaların bu güveni tasarruf sahiplerine verebilmesi için belli kanunlarla düzenlenmesi ve bu kanunları uygulayan bir kurum tarafından denetlenmesi gerekmektedir. Türkiye’de finansal piyasaları denetleyen kurum Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’dur.

³² Meriç Subaşı ERTEKİN, “Türkiye’de 1980 Sonrasında Döviz Kuru Politikaları ve Dış Ticaret”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, C: 3, S: 1, Haziran 2001, s. 184.

Sermaye Piyasası Kurulu, 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulmuştur.³³ 1981’de yürürlüğe konan Sermaye Piyasası Kanunu, Türkiye’de sermaye piyasalarının düzenlenmesini, desteklenmesini ve denetlenmesini ve güvenli, şeffaf ve dengeli bir şekilde işleyen sermaye piyasaları yoluyla yatırımcıların hak ve çıkarlarının korunmasını amaçlamış ve menkul kıymetler piyasalarının gelişimini destekleyen en önemli adımlardan biri olmuştur. Bunu takiben, sermaye piyasalarının koşulları ve işleyiş mekanizması üzerinde düzenleme ve denetleme yetkisine sahip olacak şekilde ve Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabi olarak 1982’de Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. Bu tarihten itibaren bankalar ve diğer finans kurumları sermaye piyasasında yürüttükleri aracılık faaliyetlerinde Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri ve Sermaye Piyasası Kurulu denetimine tabi hale gelmişlerdir.³⁴

Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde menkul kıymet piyasalarının gelişimin desteklenmesi sayesinde yeni finansal ürünler ortaya çıkmakta, menkul kıymet çeşidinin artması yatırımcıların fonlarını farklı araçlarla değerlendirmesini sağlamakta, yeni yatırımcıların da yeni ürünler sayesinde piyasalara girmesini sağlayarak finansal piyasalarda ki fon miktarını artırmakta bu da beraberinde finansal derinleşmeyi getirmektedir.

2.2.3. 32 Sayılı Kararname

24 Ocak 1980 kararları ile başlatılan ekonomik serbestleşme sürecinin devamı niteliğinde olan ve finansal piyasaların serbestleşmesinin altyapısını oluşturan 32 sayılı karar 11 Ağustos 1989 yılında yürürlüğe konmuştur. Bu kararla birlikte, yurtiçi piyasalar hiçbir yasal kısıtlama olmaksızın yabancı sermaye akımlarına açılmıştır.³⁵

Türkiye’de 1980 yılında başlayan finansal liberalizasyon sürecini kısaca özetleyecek olursak: 1980 yılında hisse senedi piyasası üzerindeki fiyat kontrolleri kaldırılmış ve yine aynı yıl kredi ve mevduat faiz oranları üzerindeki kısıtlamalarda

³³ <http://www.spk.gov.tr/Hakkinda/index.html?tur=gorevimiz>, Erişim Tarihi: 07.07.2006

³⁴ “Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine etkileri”, TCMB, Haziran 2002,s:13, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kuresel.pdf>, Erişim Tarihi: 05.08.2006 20:29

³⁵ Hilmi Ünal, “Türkiye’de Finansal Serbestleşme Sürecinde İç Borçlanma ve Sermaye Piyasası Üzerinde ki Etkileri”,G.Ü.İ.İ.B.F Dergisi,3/2003,s:191

kaldırılmış, 1981 yılında dış ticaret liberalize edilmiş, 1982 yılında sermaye piyasası kurulu kurulmuş, 1984 yılında döviz kuru işlemlerine izin verilmeye başlanmış, 1985 yılında banka kanunu yürürlüğe konmuş, 1986 interbank piyasası açılmış, 1987 yılında TCMB açık piyasa işlemlerine başlamış, 1988 yılında efektif döviz piyasası kurulmuş, 1989 yılında altın piyasası kurulmuş ve 1989 yılında 32 sayılı kararname ile sermaye hareketleri üzerinde ki sınırlamalar kaldırılmıştır.

Türkiye ekonomisinde 1980 yılında başlatılan liberalizasyon süreci Ağustos 1989'da yayınlanan 32 sayılı kararnameye dayanarak kambiyo kontrollerinin kaldırılması ve böylece sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla tamamlanmıştır.³⁶

2.2.4. 2000 Kasım ve 2001 Şubat Ekonomik Krizleri

Finansal liberalizasyonun sağlandığı ve sermayenin serbestçe hareket edebildiği ekonomiler için sabit döviz kuru politikaları krizlerin temelini oluşturan kırılganlıklardan biri olarak görülmektedir. Krizleri açıklamaya yönelik çalışmalar birinci nesil modellerden başlayarak döviz kurunu hedef alan spekülative saldırılara ve döviz kuru rejimlerinin tutarsız politikalar ile bileşiminin tehlikesine işaret etmektedir. Sachs ve diğerleri (1995) ile Krugman (1997) sabit döviz kuru altında para arzını ödemeler dengesi dinamiklerinin belirlediği ve sabit döviz kuru rejiminin sürdürülebilirliğinin yurtiçi kredi hacminin sınırlı tutulmasına bağlı olduğunu vurgulamışlardır. Sabit döviz kuru rejimlerinin oluşturduğu kırılganlıklar ve sabit kurdan çıkışın zorluğu 1990'larda yaşanan kötü tecrübelerle öğrenilmiştir.³⁷

Türkiye'nin 2000 yılında istikrarı sağlamak üzere uygulamaya koyduğu programın temelinde de döviz kurunu nominal çapa olarak kullanarak enflasyonist beklentileri kontrol etmek yatmaktaydı. Bu amaçla program ilk 18 aylık sürede yıl sonu enflasyon hedefiyle tutarlı bir biçimde tespit edilen döviz kuru sepetinin (1 A.B.D. doları + 0.77 euro) artış oranının önceden belirlenen bir takvim çerçevesinde günlük

³⁶ Aysu İnel ve Nesrin Sungur, "Sermaye Akımlarının Temel Makro ekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV", **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 2003/8, ,s:7

³⁷ Burçin Hacıhasanoğlu, "Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi", (**Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü,Ankara,Haziran 2005),s:79

olarak açıklanmasını (crawling peg), programın diğer yarısını oluşturan ve 1 Temmuz 2001’de başlayacak ikinci 18 aylık sürede ise döviz kuru sepetinin, artış oranı önceden ilan edilen merkezi parite etrafında, 6 aylık dönemler için önceden ilan edilen oranlarda simetrik ve kademeli olarak genişleyen bir bant içinde dalgalanmasını (crawling band) öngörmektedir. Para arzı artışını yabancı sermaye girişinin miktarı ile kesin bir biçimde sınırlayan ve merkez bankasına yurtiçi kredi yaratma yetkisi vermeyen para kurulu sisteminden farklı olarak Türkiye programında Merkez Bankası’nın gerçekleştireceği yurtiçi kredi yaratma kapasitesine üç aylık dönemler için belirlenen (net iç varlıklar tavanı performans kriteri) sınırlamalar getirilmiştir. Türkiye’nin uyguladığı istikrar programının, döviz kurunu çapa olarak alan diğer örneklerden bir başka farklı yanı ise sabit kurdan çıkışı kademeli olarak sağlayacak bir stratejiyi bünyesinde barındırmasıydı. 9 Aralık 1999 tarihli niyet mektubunda da açıkça altı çizildiği üzere, içerdikleri ileriye dönük taahhütlerle enflasyonu düşürmede başarı sağladıkları düşünülen sabit kur politikaları uzun süreli olarak uygulandıklarında bir çok yükselen piyasa ekonomisinde yaşanan türden gereksiz yapısal katılıklara yol açabilmektedir. Buna dayanarak programın başlangıcından 18 ay sonra, Temmuz 2001’de başlayacak ve Aralık 2002 itibariyle esnek döviz kuru politikasına geçişi sağlayacak önceden ilan edilen oranlarda kademeli olarak genişlemesi planlanan bir bandın uygulamaya geçirileceği duyurulmuştur. Ancak, Türkiye daha esnek bir döviz kuru politikasına geçişin planlandığı tarihten beş ay önce, Şubat 2001’de döviz kurunu dalgalanmaya bırakmak durumunda kalmıştır.³⁸

2000 yılı enflasyonu düşürme programı uygulanmaya başladığında iyi sonuçlar vermiş, ekonomi üç çeyrek üst üste büyüme yaşamış, faiz oranları düşmüş bunların yanı sıra tüketim ve ithalat artmıştır. Fakat 2000 yılının Kasım ayında finans piyasaları ani para çıkışları yüzünden bir parasal krizle karşı karşıya kalmıştır. Hızlı döviz çıkışları yüzünden Merkez Bankası Net Dış Varlıkları gerilemiş, bu gerilemenin parasal tabanda bir sıkışma yaratacağını düşünen Merkez Bankası Açık Piyasa İşlemlerini kullanarak piyasaya likidite sunmuş böylece net iç varlık tavanı politikası terk edilmiş olmuştur. Aralık ayından sonra Türkiye’de krizin etkileri azalmaya başlamış, 2001 yılının Ocak ayında İMKB endeksi artmış, interbank gecelik faizleri düşmüştür. Fakat 2001 yılının

³⁸ Hacıhasanoğlu, **a.g.e.**, s:82-83

Şubat ayında siyasi gerilim yüzünden bir ekonomik kriz daha oluşmuş, yatırımcıların hızla dövize yönelmeleri döviz kuru üzerinde baskı yaratmış, Merkez Bankası döviz rezervlerini kullanarak piyasalara müdahale etmiş, 22 Şubat 2001 tarihinde döviz kuru çapası yürürlükten kaldırılıp dalgalı kura geçilmiştir. İki kez krizle karşı karşıya kalan Türkiye 15 Mayıs 2001 tarihinde Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı olarak adlandırılan yeni bir program uygulamaya koymuştur.

2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın temel hedefi; sabit döviz kuru sisteminin terkedilmesi 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.³⁹

Şubat 2001 sonrasında yürürlüğe konan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programıyla para ve kur politikasında 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.⁴⁰ Net iç varlıklar için tavan, net uluslararası rezerv değişimi için taban değerler getirilmiş ve bunlar performans kriteri olarak belirlenmiştir. Merkez Bankasının tek amacının fiyat istikrarı olduğu vurgulanmıştır.

2.2.5. T.C.Merkez Bankası Bağımsızlığı

Merkez bankası bağımsızlığıyla ilgili argümanlar iyi bilinmektedir. Mükemmel işleyen piyasalarda, para ve maliye politikaları mükemmel bir şekilde seçilip koordine edilebildiği bir durumda bağımsız bir merkez bankasına ihtiyaç duyulmayabilir. Fakat mükemmel olmayan dünyada politika yapıcılar miyop bir bakış

³⁹ Burcu Bilir, "Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006), s:155

⁴⁰ İlker parasız, **Türkiye Ekonomisi**, (Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa: 2003) ,s:589-590

açısıyla davranırlar, enflasyonist politikaların kısa dönemli faydalarını desteklerler ve bu politikaların uzun dönemde ki aşırı maliyetlerini önemsemezler. Böyle bir durumda, bağımsız merkez bankası fiyat istikrarının sağlanması için güven verir ve enflasyon beklentilerinin kırılmasını sağlar.⁴¹

1990'lar birçok ülkede merkez bankası yasalarında derin değişikliklerin yaşandığı bir dönemdir. Bu derin değişikliklerin ortak paydasında ise, fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için para politikası uygulama ve amaçlarında merkez bankalarının bağımsızlıklarının ve hesap verilebilirliklerinin yükseltilmesi yer almaktadır. Yasal reformlar özellikle enflasyon yaşanan ve kısa dönem politik amaçları için hükümetlerin para politikasına aşırı müdahale ettiği ülkelerde umut verici olarak dikkate alınmıştır.⁴²

Cukierman, 1992 yılında yaptığı çalışmada, gelişmiş ülkelerde merkez bankası bağımsızlığı ve enflasyon arasında negatif bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuştur.⁴³

Ekonomi literatüründe, politik baskıdan uzak bir merkez bankasının istikrarlı ve düşük enflasyon hedefini sağlama yönünde birincil koşul olduğu genel kabul görmüş bir kanıdır. Hükümetlerin yüksek kamu maliyesi açıkları vermeleri ve bu açıkları merkez bankası kaynakları ile finanse etmeye çalışmaları fiyat istikrarını tehdit eden unsurların başında gelmektedir. Gerçekte tam bir bağımsız merkez bankası bulunmamakla birlikte burada sözü edilen operasyonel bağımsızlıktır. Operasyonel bağımsızlık, merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşmak amacıyla elindeki tüm enstrümanları serbestçe kullanabilmesi anlamına gelmektedir.

24 Ocak 1980 tarihinde yürürlüğe konulan geniş çaplı istikrar programı serbest piyasa mekanizmasını hayata geçirmeyi, enflasyonu düşürmeyi, ekonomik büyümeyi hızlandırmayı ve sermaye hareketlerinde liberalizasyonun sağlanmasını amaçlamıştır. Programın diğer önemli amacı, mali sistemin etkin bir şekilde işleyebilmesi için TCMB'nin mali sistem içindeki rolünün azaltılması olmuştur. 1980'li yılların

⁴¹ Stanley Fischer, "Maintaining Price Stability", **Finance And Development**, , 33/4, Aralık 1996 ,s:35

⁴² Luis I.Jacome ve Francisco vazquez ,“ Any Link Between Legal Central Bank Independence And inflation?Evidence From Latin America And The Caribbean”, **IMF Working Paper**, WP/05/75, Nisan 2005, s:3

⁴³ Jacome ve Vazquez, **a.g.e.**, s:4

ortalarından itibaren, iç borçlanmanın gerçekleştirilmesi amacıyla hazine bonoları ile devlet tahvillerinin ihracının yapıldığı haftalık ihalelerin yapılması, bankalar arası para piyasası, döviz-efektif piyasası ve altın piyasasının açılması ve açık piyasa işlemlerinin başlaması gibi kurumsal değişiklikler yer almaya başlamıştır. Bu değişikliklerin amacı, TCMB'ye, piyasa enstrümanlarını kullanarak para politikasını uygulama otonomisinin verilmesidir. Bir diğer kurumsal değişiklik ise, TCMB'nin dış ticareti teşvik etme ve ihracatı geliştirme görevini devretmesini sağlayan Eximbank'ın kurulması olmuştur. Eximbank'ın kurulması TCMB'nin öncelikli hedeflerine odaklanmasını sağlamıştır. 1990 yılında ilan edilen para programı TCMB'nin bağımsızlığını ve kredibilitesini artıran bir başka adım olmuştur. Söz konusu programda, 'TCMB istihdam yaratmayı amaçlayan politika uygulamalarına dahil olmamalıdır; orta dönemde merkez bankasının amacı Türk Lirası'nın değerinde istikrarın sağlanması olmalıdır' ifadesi yer almaktadır. Daha liberal politikaların uygulanmaya başlamasıyla enflasyon ekonominin öncelikli sorunu haline gelmiştir. Sonuç olarak, daha önce ekonomik gelişmeyi ilerletmeyi amaçlayan TCMB'nin öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Kamu sektörüne kullandırılan kredi hacminin azaltılması gerektiğinden 1994 yılında parlamentoda kabul edilen kanunla merkez bankasının hükümete sağladığı kredilerin kademeli olarak azaltılması sağlanmıştır. TCMB Kanunu'nda fiyat istikrarının para politikasının öncelikli hedefi olmasına yönelik bir takım değişiklikler yapılmıştır. 25 Nisan 2001 tarihinde yürürlüğe konulan yeni kanuna göre TCMB'ye para politikalarının uygulanması ve kullanılacak para politikası araçlarına karar verilmesi konusunda tam yetki verilmiştir. Bu gelişme, enflasyon hedeflemesi için çok önemli olan merkez bankası araç bağımsızlığı konusunda atılmış önemli adımlardan biridir.⁴⁴

Temel Görev ve Yetkiler

Madde 4- (25.04.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)

Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler.

⁴⁴ Eser Tutar, "Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye'de Para Politikası Araçları İle Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi", (Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Ankara, Ağustos 2005 .), s:25-26

Temel amacın bu şekilde fiyat istikrarını sağlamak olduğu ifade edilirken, “fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler” şeklindeki hüküm aynı zamanda bankanın araç bağımsızlığının da olduğunu göstermektedir. Ancak, merkez bankasının yasal anlamda bağımsızlığını kazanmış olması yeterli olmamaktadır. Bağımsızlığının fonksiyonel hale gelebilmesi gerekmekte ve bunun için, gelişmiş-istikrarlı finansal piyasaların varlığı ve ülkede mali baskınlığın bulunmaması gerektiği de bilinmektedir.⁴⁵

2.2.6. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının Kurulması

Uluslararası finansal sistem 1970’li yıllara gelince ciddi sorunlarla yüzleşmek zorunda kalmıştır. Ekonomi ve finans sistemi mal ve hizmet fiyatları ile döviz fiyatlarında dalgalanmaların yaşandığı bir değişim süreci içerisine girmiş, petrol krizi, yüksek enflasyon artışı ve faiz oranlarının istikrarsızlığı dünya ekonomisini daha da öngörülemez hale getirerek, neticesinde idari ve ekonomik kurumların fiyat ve piyasa istikrarsızlığının yarattığı risk gibi bugüne kadar çok az dikkat ettikleri bir faktörün önemini kavramak zorunda kalmaları sonucunu doğurmuştur. Gelişmeler neticesinde ihtiyaç-çözüm mekanizması çalışmaya başlamış, ortaya çıkan faiz, fiyat ve kur risklerinin kaldırılması veya etkilerinin azaltılmasına yönelik riske karşı koruma (hedge) amaçlı enstrümanların ve bu enstrümanların işlem gördüğü piyasaların geliştirilmesi aşaması kendiliğinden işlemeye başlamıştır. Bu enstrümanlar, geleneksel emtia vadeli işlemler piyasalarına göre finans sisteminde bir yeniliği temsil etmekte olup, kur ve faiz oranlarından başlayarak opsiyonlar ve hisse senedi endeksli piyasaların gelişmesiyle hisse senedi piyasasına da uzanmışlardır. 1980’li yıllarda elektronik işlem sistemlerinin gelişmesiyle hızlanan sermaye piyasalarının küreselleşme eğilimi türev ürün piyasalarına da olumlu etki yapmış ve bu piyasaların hızla büyümesine yol açmıştır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nın kurulması amacıyla hukuki düzenlemeler yapılması kapsamında, Sermaye Piyasası Kanunu’nun 40’inci maddesi uyarınca Vadeli

⁴⁵ Bayram Çolakoğlu, “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında T.C Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, (4) /2 2002, s:19

İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik hazırlanmış ve 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.(VOBAŞ) unvanı altında bir vadeli işlem borsası kurulması kararlaştırılmıştır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası AŞ, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17/08/2001 tarihli ve 9/1101 sayılı Kararına dayanan, Devlet Bakanlığı'nın 03/09/2001 tarihli ve 2381 sayılı yazısı üzerine, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 40'ıncı maddesine göre, 19/10/2001 tarih, 24558 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulan ülkemizdeki ilk özel borsa kuruluşudur. Borsa, 04/07/2002 tarihinde Ticaret Siciline tescil edilmiş olup, bu tescil 09/07/2002 tarihli Ticaret Sicili Gazetesinde yayımlanmıştır.⁴⁶ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası İzmir'de faaliyet göstermeye başlamış ve Türkiye'nin ilk vadeli ve opsiyon işlemleri borsası olması yanında ilk özel borsa olma özelliğini de taşımaktadır. VOB tarafından yürütülen çalışmalar neticesinde öncelikle pamuk, buğday, döviz, faiz ve İMKB endeksi gibi ürünlerde vadeli işlemlere başlanılmıştır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi'nin, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 40'ıncı maddesi ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik uyarınca işlem, takas, ve faaliyet esasları, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği ile belirlenmiş; Borsa'nın kuruluş amacı ve faaliyet konusunun, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçtan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği piyasaları oluşturmak, geliştirmek, güven ve istikrar içerisinde, serbest rekabet koşulları altında, dürüstlük ve açıklık ilkeleri çerçevesinde faaliyette bulunmasını sağlamak olduğu belirtilmiştir.

Borsa faaliyetleri ile fiyat ve faizlerin dalgalı seyrettiği veya seyredebileceği bir ortamda işletmelerin risklerini etkin bir şekilde yönetmelerine imkan sağlayacak araçların sunulması hedeflenmekte, kurumların ve kişilerin risk yönetim ihtiyacını karşılayarak, ekonominin daha sağlıklı işlemesini ve gelecekteki risklerden korunmalarına imkan sağlayacak sosyal ve iktisadi fonksiyonların yerine getirilmesi amaçlanmaktadır. Borsa'nın öncelikli hedefi, amaca uygun olarak başarılı bir risk yönetim platformu oluşturmak, yatırımcıları koruyan, şeffaf, piyasa taleplerini optimum

⁴⁶ <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx?tabid=100> , Erişim Tarihi: 28.04.2007

oranda karşılayan ve uluslararası piyasalara entegre olmuş, dünya standartlarında bir borsanın oluşturulmasıdır.⁴⁷

3. FİNANSAL LİBERALİZASYONA YÖNELİK YAKLAŞIMLAR

Finansal 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 finansal baskıya son verilerek, faizlerin serbest piyasa koşullarında belirlenmesine olanak sağlayan finansal liberalizasyon politikaları 1970'lerden itibaren bir çok gelişmekte olan ülkede uygulamaya geçirilen istikrar programlarının ayrılmaz bir parçası olmuştur.

3.1. McKinnon-Shaw Hipotezi

Finansal liberalizasyon kavramının teorik temeli, McKinnon ve Shaw tarafından geliştirilen finansal baskı hipotezine dayanmaktadır. McKinnon ve Shaw, finansal piyasaların kamu otoritelerinin denetim ve baskısı altında olma durumunu ifade eden, finansal baskı politikalarının düşük tasarrufların ve düşük yatırım oranlarının nedeni olarak görmüşler ve finansal sistem üzerindeki devlet müdahalelerinin etkilerini inceleyerek, faiz oranı tavanları, yüksek rezerv ihtiyacı ve diğer finansal baskılama araçlarının finansal gelişmede engel oluşturacağını ve bu durumun ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkaracağını savunmuşlardır.⁴⁸

McKinnon-Shaw yaklaşımına göre finansal baskının sonuçları şu şekilde özetlenebilir⁴⁹:

⁴⁷ www.mmd.org.tr/eserler/VadeliIslemOpsiyonBorsasi_Mabanoz.doc Erişim Tarihi: 26.03.2007

⁴⁸ Philip Arestis ve Panicos Dernetriades, "Financial Liberalization: The Experience Of The Developing Countries", *Eastern Economic Journal*, Vol.25, Issue 4, 1999, , s:442

⁴⁹ Selim Soydemir, *Türkiye'de Finansal Fon akımları*, (Ankara: SPK Yayınları, Birinci Basım, ,1998), s:9

- Bankacılık sistemi kanalıyla ödünç verilebilir fonlar azalır ve dolayısıyla da potansiyel yatırımların sadece kendi mali kaynaklarına dayanmalarına yol açar.
- Baskı altındaki banka kredileri üzerindeki faizler tercih edilen yatırımcıdan tercih edilmeyen arasında önemli ölçüde değişir.
- Faiz oranlarının negatif olması, gerek girişimcilerin gerekse hane halkının otofinansman kaynaklarını artırmalarını engelleyecek, böylece yatırımlar için likit varlık birikimini sağlayamayacaklardır.
- Firmanın likit olmadığı ve enflasyonun belirsiz olduğu bir ortamda bankacılık dışında mali derinleşmenin de olması imkansızdır.

Fry'a göre gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemi baskı altında tutmaya yönelmeleri istemeden gerçekleşmiştir. Diğer bir ifadeyle, başlangıçtaki politika, finans sistemi üzerinde gelişi güzel bir baskı yaratmak değil, getirilen çeşitli kısıtlamalar ile kontrol altında tutmaktır. Finansal kısıtlamalar kamuya önemli miktarda senyoraj sağlayacak, kurum ve araçların gelişimini teşvik edecek, arzu edilmeyen kurum ve araçların gelişimine ise engel olacaktır. Finansal sistemin kontrol altında tutulması ile yüksek vergiler, yüksek enflasyon ve yüksek faiz oranları olmaksızın yurtiçi kaynakların kamu kesimine aktarımı sağlanacaktır. Görüldüğü gibi finansal kontrol ve baskının temel gerekçesi kamu kesimine fon aktarımını sağlamaktır. İşte bu gerekçeyi ortaya çıkaran faktör finansal kontrollerin yaygınlaşmasını da beraberinde getirmiştir.⁵⁰

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 açacaktır.⁵¹ Finansal baskılama politikalarının geçerli olduğu durumda, faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından belirlenmesine izin verilmeyip baskı altında tutulması nedeniyle ortaya çıkacak negatif faiz oranları, ekonomide tasarruf oranlarını düşürecek, ekonomide tüketim eğiliminin artması gibi bir sonuç ortaya

⁵⁰ İlyas Şıklar, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar", (Yayınlanmış Doktora Tezi, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1991), s:34-37

⁵¹ Baptiste Venet, "Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme: Literatüre Eleştirel Bir Bakış" Çeviren: Canan Özeltay, **İktisat Dergisi**, 2003, s:62

çıkacak ve bununla birlikte finansal sistemdeki ödünç verilebilir fon arzında bir daralma ortaya çıkacaktır.⁵² McKinnon-Shaw yaklaşımına göre bu sorun finansal liberalizasyon politikalarının uygulanması ile çözülebilir. Finansal liberalizasyon, 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 serbest piyasa koşullarına göre oluştuğu 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 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.⁵³ Diğer taraftan, faiz oranlarının serbest bırakılması sonucu yükselmesi, tasarrufların artması ve tüketim talebinin kısılması sonucu ekonomide enflasyonist baskıları ortadan kalkacaktır.

Bu yaklaşıma göre, yurtiçi tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarruflar, yerli yatırımlar ve ekonomik büyüme için önemli bir kaynak oluşturacaktır.⁵⁴ Diğer bir deyişle, yurtiçi tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufları kullanmak suretiyle ekonomik büyüme trendi devam ettirilebilecektir.

Bütün bu 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 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

⁵² Bülent Bali ve Mustafa Çelen, **Finansal Piyasalar ile İç Borçlanma Maliyeti İlişkisi: AB Ülkeleri İle Bir Karşılaştırma**, 2005, s:7 www.marmara.edu.tr/maliyesempozyumu/tebligler/2-3.doc, Erişim Tarihi: 07.01. 2006

⁵³ Kadir Eser, “Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki etkileri”, **Hazine Dergisi**, sayı:1 , 1996,s:22-23

⁵⁴ Halil Seyidoğlu, “Uluslar arası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**,4(2),2003, s:143

işletmelerin borçları sürekli olarak yükselmiştir. 1980'lerin ortasında yeni serbestleşen bu finansal piyasalar çökerken, hükümetler finansal piyasalara müdahale etmişlerdir.⁵⁵

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 artıracığını ve ekonomik büyümeyi yavaşlatacağını ileri sürmektedir.⁵⁶

Gelişmekte olan ülkelerde firmaların büyük bir kısmı sermaye ihtiyaçlarını borçlanma yoluyla finanse ettiklerinden toplam üretim maliyetleri içinde kredi faiz giderlerinin önemli bir payı vardır. Bu yaklaşıma göre, faiz oranlarında ki artış hem yatırımları azaltacak hem de mark-up fiyatlama sistemi nedeniyle kredi faizlerindeki artış işletme sermayesinin maliyetini artıracığından enflasyona yol açacaktır.⁵⁷

Yapısalcı yaklaşımı McKinnon-Shaw yaklaşımından ayıran diğer bir nokta, gayri resmi 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 gayri resmi piyasada da ödünç verebileceği dikkate alınmaktadır.⁵⁸ Resmi piyasalar tabi oldukları karşılık oranları nedeniyle gayri resmi piyasalardan daha etkin çalışamazlar. Finansal serbestleşme sonrası faiz oranları yükseldiğinde, fonlar gayri resmi sektörlerden resmi

⁵⁵ Oğuz Esen, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirisel Bir Yaklaşım", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:145,1998, s:25

⁵⁶ Melih Nemli, "Mali Liberalleşme: McKinnon-Shaw Yaklaşımı, Yapısalcı Yaklaşım ve Türkiye Örneği", **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:5,1990,s:59

⁵⁷ Felix Eschenbach, "Finance and Growth: A Survey Of The Theoretical And Empirical Literature", **Tinbergen Institute Discussion Paper**, TI2004-039/2, s:6

⁵⁸ Nemli, a.g.e., s:59-60

kredi piyasalarındaki aktiflere yönelirler. Fonların gayri resmi sektörlerden resmi sektöre kayması sonucu munzam karşılıkları nedeniyle toplam ödünç verilebilir fon miktarı azalacaktır. Ayrıca gayri resmi sektörde de fon miktarı azalacağından gayri resmi sektörde de kredi faiz oranları artacaktır. Sonuçta yatırımlar azalacak, ekonomik büyüme yavaşlayacak ve ekonomik büyümede ki yavaşlama toplam arzı azaltacak, yükselen faizler nedeniyle artan üretim maliyetlerine ek bir enflasyonist etki ortaya çıkacaktır.

3.3. Neo-Keynesyen Yaklaşım

Neo-Keynesyen yaklaşıma göre, gelişmekte olan ülkelerde finans sektörü istikrarsız ve kırılgan bir yapı sergilemekte, finansal sistemde yaşanan bu olumsuzluğa ise finans piyasalarının kendine özgü yapısı neden olmaktadır. Eğer kredi piyasaları mükemmel olarak ve tam bilgiyle çalışsaydı, kredi piyasasında ki denge faiz oranı vasıtasıyla sağlanacak ve krediler etkin bir şekilde yatırımcılara aktarılacaktı. Fakat finansal piyasalarda ki asimetrik bilgi sorunu nedeniyle ideal durum çoğu zaman gerçekleşmemektedir.

Neo-Keynesyen yaklaşıma göre, finansal piyasalar iki açıdan mal piyasalarından farklıdır. Mal piyasalarında çok sayıda iktisadi ajan homojen bir malı alıp satarlar. Satıcının malı teslimi ve alıcının ödemesi eşanlı olarak yapılır. Buna karşılık, finansal piyasalarda şimdi verilirken geri ödeme gelecekte yapılır. Bu görüşe göre, borçlunun, borcunu ödeyip ödememesini belirleyecek objektif bir kriter de bulunmamaktadır. Borcun vadesi dolduğunda, borçlunun ödemek zorunda olduğu miktar ile ödenen miktar arasındaki fark, borcunu geri ödememesi ile ilgili belirsizliğin bir sonucu olarak ortaya çıkar. Ancak, bu belirsizlik, finansal piyasalarda arz ve talep tarafından simetrik değildir. Borçluların, piyasalardan bekledikleri getiri ve risk konusunda piyasa ajanları tarafından tam bilgilendirildikleri, ancak, kredi verenlerin her bir borçluya ait yeterli bilgiye sahip olmadıkları varsayılmaktadır. Bunun yerine, kredi verenler bir grup olarak tüm borçluların beklenen getiri ve risk olasılık dağılımı konusunda bir bilgiye sahiptirler. Bu sınırlı bilgiye dayanarak, kredi verenler, borcun geri ödenmemesi

olasılığını dikkate alarak, kredi faiz oranı ve beklenen getiri arasındaki fonksiyonel ilişkiyi değerlendirebilirler.⁵⁹

Finansal deregülasyon ile birlikte, faizlerin yükselmesi durumunda asimetrik enformasyon sorunu daha da büyük sorunlara neden olacaktır. Faizlerin yükselmesi ile genel olarak kredi başvurularının ortalama seviyesi ve kalitesi düşer. Beklenen getirileri ve risk düzeyleri düşük olan projelerin, yüksek borçlanma maliyetinde gerçekleşme imkanları azalır. Geriye yalnızca beklenen getirisi yüksek, risk düzeyi düşük veya yüksek projeler kalır. Diğer bir ifadeyle, ihtiyatlı davranan projeler, yüksek faiz nedeniyle devre dışı kalmaktadır. Asimetrik enformasyon nedeniyle, kredi verenler, düşük ve yüksek riskli projeleri ayıramayınca, negatif borçlu havuzundan rastgele bir seçim yapmak zorunda kalacaklardır.⁶⁰ Bu ise yüksek getirili projelerin yerini düşük getirili projelerin almasına ve gelir kaybı ve verimsizlik gibi olumsuzlukların oluşmasına neden olacaktır.

3.4. Post-Keynesyen Yaklaşım

Post-Keynesyen yaklaşım ve Neo-Keynesyen yaklaşımın her ikisinin de teorik kaynakları Keynes olsa da bu iki yaklaşım birbirinden oldukça farklıdır. Post-Keynesyen yaklaşıma göre, finansal piyasaların arz ve talep tarafında yer alan iktisadi birimlerin beklentileri içsel olarak oluşmaktadır. Beklentilerin içsel olması, yatırım projelerinin şimdiki ve gelecekteki getiri ve risklerinin belirsizliğinden kaynaklanmaktadır.⁶¹

Beklentilerin içsel olmasının nedeni, yatırım projelerinin şimdiki ve gelecekteki getiri ve risklerinin belirsiz oluşudur. Bu bağlamda, rasyonel ekonomik birimlerin kararları daha çok sağduyularından etkilenir. Rekabetin zorladığı veya beklentilerin uyardığı baskılar sonucunda, riski yükselen yatırımlar bazı dönemlerde rasyonel görülebilir. Bu durum, aynı zamanda, kendini besleyen bir süreçtir. Riski yüksek

⁵⁹Şevki Özbilen, “Finansal deregülasyonun Türkiye ekonomisine etkileri”, www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/sevki1.pdf, s:12 Erişim Tarihi: 25.03. 2007

⁶⁰Özbilen, a.g.e., s:12

⁶¹Esen, a.g.e., s:27

projelerden beklenen karlılık oranı realize edildikçe, gelecek konusunda daha olumlu beklentiler oluşur. Bunun sonucu ise, güvenlik marjlarının daralmasıdır.⁶²

Beklentilerin uyardığı ve rekabetin zorladığı piyasa dinamiklerinin en somut göstergesi, ekonomik konjonktürün farklı aşamalarında, farklı finansman biçimlerinde kendini göstermektedir. Ekonomik faaliyetlerin istikrarlı dönemlerinde ekonomik birimler, spekülâtif finansmana daha fazla yönelirler. Bir başka deyişle, uzun vadeli projeler tercihen kısa vadeli olarak finanse edilirler. Bu tarz bir finansman, ekonomik birimleri faiz şoklarına ve kredi imkanlarındaki değişmelere karşı daha duyarlı hale getirir. Sonuç olarak, finansal sistem daha kırılgan bir nitelik kazanır.⁶³ Sonuçta, Post-Keynesyen yaklaşım, gelecek hakkındaki belirsizliğin spekülâtif hareketlere neden olduğunu savunmakta, McKinnon-Shaw yaklaşımının aksine, finansal liberalizasyon sonucu hız kazanan sermaye hareketleri ile birlikte spekülâtif sermaye hareketlerinin artacağını ve bunun ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkileyeceğini kabul etmektedir.

4. FİNANSAL GELİŞME VE YENİLİKLERİN TEMEL DİNAMİKLERİ

4.1. Yasal Düzenlemeler

Firmaların kar elde etme imkanlarını sınırlayan yasal düzenlemelerden kaçınmak amacıyla da finansal yenilikler ortaya çıkmaktadır. Özellikle 1980 yılından itibaren başlayan deregülasyon akımından sonra finansal yenilikler hızlanmıştır. Bu yasal düzenlemelerden kaçınma olarak tanımlanmaktadır (loophole mining). Yasal düzenlemeler kar marjlarının azalması sonucunu doğurduğu zaman, yatırımcılar bu düzenlemelerden kaçınmak amacıyla finansal yenilik arayışına girmektedirler. 1970'lerin başlarından itibaren mevcut yasalara ve duruma göre bir takım finansal yenilikler ortaya çıkmıştır. 1970'lerin sonlarında ve 1980'lerin başlarında finansal piyasalar arasındaki sınırlar liberalizasyon ve deregülasyon hareketleri ile azalmaya başlamıştır. Çeşitli piyasalara girişteki engeller kaldırılmış ve yatırımcılar bu yeni

⁶² Özbilen, **a.g.e.**, s:13

⁶³ Esen, **a.g.e.**, s:28

piyasalara daha fazla getiri elde etmek ve risk paylaşımını sağlamak amacıyla girme imkanına sahip olmuşlardır. Böyle bir ortamda yeni finansal ürünlerin ortaya çıkması kaçınılmaz hale gelmektedir.⁶⁴

Mali piyasalarla ilgili düzenlemeler yapan kamu otoritesi ya da otoritelerinin, sektörün gelişim trendi ve ihtiyaçlarını çok iyi izleyip bu gelişimi dengeli bir şekilde sağlayacak düzenlemeleri hayata geçirmeleri ya da mevcut düzenlemeleri değiştirmeleri gerekmektedir. Mali piyasalar değişimin en hızlı yaşandığı piyasalardır. Sürekli olarak yeni finansal ürünler piyasaya girmektedir. Ancak, düzenlemeyi yapan otoriteler bu gelişimin altyapısı olan düzenlemeleri zamanında hayata geçiremediklerinden, muhasebe, kamuyu aydınlatma ve benzeri konularda teknik zorluklar ortaya çıkmaktadır. Düzenlemeyi yapan otoritelerin bu gelişimi izleyememeleri halinde, gelişimin doğal olarak hızlanması gerekirken önü tıkanmakta ve yeni finansal ürünler ve tekniklerin kullanımının yaygınlaşması engellenmektedir. Bu çerçevede, düzenleyici otoritelerin finansal piyasaların gelişim trendini çok iyi izlemeleri ve yapacakları etkin düzenlemelerle bu gelişimin önünü daha da açmaları ve aynı zamanda yeni gelişen ortama göre gözetim işlevini yeniden dizayn etmeleri gerekmektedir⁶⁵.

Finansal düzenlemeler, finansal merkezlerin rekabet güçleri açısından da çok önem taşımaktadır. Örneğin mevduat faizlerine bazı ülkeler tarafından getirilmiş olan sınırlamalar ve piyasaya giriş çıkışlarla ilgili sıkı düzenlemeler, bunların yapıldığı ülkenin mali piyasalarını ve bu ülkelerin fon transferlerini önemli ölçüde olumsuz bir şekilde etkilemiştir. Son 20-25 yıllık dönem içerisinde bir çok ülke sermayeyi çekmek ve finansal merkez olma özelliğine sahip olmak için düzenlemeleri gevşetmekte ve teşvik edici düzenlemeler uygulamaktadır⁶⁶.

⁶⁴ Kaplan, **a.g.e.**, s:5-6

⁶⁵ Ali Alp, **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, (Ankara:İMKB Yayınları,Aralık 2002), s:26-27

⁶⁶ Alp, **a.g.e.**, s:27

4.2. Belirsizliklerden Kaçınma

1970’li yıllardan sonra faiz oranları ve döviz kurlarının aşırı dalgalanma göstermesi ve petrol krizlerinden sonra bütün dünyada ortaya çıkan enflasyon artışları belirsizlikleri artırmış ve bu belirsizlik ortamında yatırımcılar ve finansal kurumlar risklerini azaltabilmek için yeni finansal ürünler ortaya çıkarmışlardır. Türev ürünler bu dönemde ortaya çıkmaya başlamıştır. Türev araçlar ilk kullanım alanlarını mal piyasalarında bulmuşlar, daha sonra yoğun bir şekilde finansal piyasalarda kullanılmaya başlanılmışlardır.

Bireysel ya da kurumsal yatırımcılar türev ürünleri alım-satım ve riskten korunmak amaçlarının dışında gelecekteki oluşacak fiyat hareketlerini tahminleme yoluyla kar elde edebilmek için spekülatif işlemlerde de kullanmaktadırlar. Türev araçları; futures sözleşmeler, forward sözleşmeler, opsiyonlar ve swap sözleşmeler olmak üzere 4 ana başlık altında toplanmaktadır.

Türev araçların ülke ekonomileri üzerinde ki etkileri ve özellikle de piyasalarda; fiyat oynaklığı, fiyat oluşum hızı, işlem hacmi ve alış/satış fiyat farkları üzerindeki etkileri yüzlerce araştırmaya konu olmuştur. Türev ürün kullanımına tereddütle yaklaşan çevrelere göre, türev piyasalar döviz kuru rejimlerini, özellikle sabit kur sistemine dayalı rejimleri istikrarsız hale getirebilir, devalüasyon etkilerini hızlandırıp derinleştirebilirler. Sağladıkları finansal kaldıraç mekanizması sayesinde ya da çeşitli düzenleyici kuralları farklı şekilde kullanma imkanı vererek sermaye riskini artırabilir. Böylece finansal piyasalardaki sistematik risk artarak diğer ülke finansal piyasalarına da bulaşabilir. Kriz ortamlarında ise, kriz sonrası dönemlerdeki politika uygulamalarını güçleştirebilirler. Yoğun türev araç kullanımı taraflar, yasa koyucular ve piyasa katılımcıları arasında şeffaflığı azaltabilir. Türev ürünler yasal ve verimli olmayan faaliyetlerde kullanılabilirler. Aşırı fiyat dalgalanmaları olması durumunda piyasa riskinin büyüklüğü, türev ürünlerin finansal sektör ya da tüm ekonomi üzerindeki etkilerinin boyutlarını değiştirebilmektedir.

Türev piyasaların ekonomi üzerinde olumlu etkileri olduğunu savunan çevreler ise, türev araçların, öngörülemeyen ekonomik gelişmeler karşısında oluşan döviz kuru ve fiyat risklerine karşı kurumsal ya da bireysel yatırımcılara kısmen ya da tamamen korunma imkanı sağlayarak finansal sistemin temel görevlerinden biri olan risk yönetimini daha kolay ve ucuz hale getirdiklerini savunmaktadırlar. Ayrıca, türev araçlar gelecekteki fiyatları öngörülebilir hale getirerek istikrarlı bir piyasa dengesinin oluşumuna katkıda bulunmaktadır. Finansal sistemin temel görevi, gelecekle ilgili belirsizliklerin yarattığı risk karşısında, ekonomik kaynakların etkin bir şekilde dağılımını ve kullanımını sağlayarak ekonomik kalkınmaya yardımcı olmaktır. Dolayısıyla, finansal sistemin işleyişinde etkinliği artırabilecek bir finansal yeniliğin ekonomik bir katma değer oluşturacağını söylemek yanlış olmayacaktır. Yeni bir finansal ürünün sistemin işleyişini iyileştirebilmesi için piyasaları tamamlayıcı olması, işlem maliyetlerini azaltırken likiditeyi artırması, bilgi dağılımında ki dengesizliği ortadan kaldırması gerekmektedir. Bu koşulları sağlayabilen yeni ürünler, aynı zamanda gerçek ve kalıcı yenilikler olacaktır.⁶⁷

Türkiye’de de bu ürünlerin etkinlik kazanması ve ürün sayısının artırılması için İMKB bünyesinde döviz üzerine yazılmış futures sözleşmelerin işlem gördüğü Vadeli İşlem Piyasası ve İzmir’de mal piyasalarında vadeli işlem yapma olanağı sağlayan İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası kurulmuştur.

4.3. Finansal Kurum ve Mali Araç Çeşitliliği

Finansal aracılık süreci, finansal kurumların tasarrufları toplayarak ve bunları elindekinden daha fazla para harcamak isteyen nihai ödünç alıcılara yönlendirmelerinden oluşmaktadır. Finansman kapasitesi olanlar fonlarını ödünç verdikleri için faiz gelirinden yararlanacaklar, finansman açığı olanlarda kredi elde etmiş olmanın yararlarından faydalanacaklardır. Finansal aracılar kendilerine para yatıranlara ödeyecekleri faiz oranlarının kendilerinden ödünç alanların ödeyecekleri masrafların altında kalması olgusundan kar elde edeceklerdir.

⁶⁷ Pınar Özalp, “Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistem İçindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları” , (Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs 2003), s:3-4

Bu sürecin en önemli ekonomik etkisi, faiz oranlarını düşürmesidir. Çünkü tasarruf mevduatları, tasarruf ve ödünç payları şeklinde güvenceli ve likit aktiflerin varlığı nedeniyle halk elinde para tutmayı daha az arzulayacaktır. Bu fonlar finansal araçlar tarafından tahvil satın alımında kullanılacaktır. Böylece ek para tahvil fiyatlarını yükseltecektir (faiz oranları düşecektir).

Ülkelerin gelişmelerini ve sanayileşmelerini gerçekleştirebilmeleri için ihtiyaç duydukları önemli faktörlerden biri olan yatırımların artırılabilmesi, kullanılabilir fonlarının yeterli düzeyde ve nitelikte olmasına bağlıdır. Ancak finansal piyasalarda yatırımlara aktarılacak bu fonlar oldukça kısıtlıdır. Ayrıca mevcut fonların en düşük maliyet ve en fazla verimlilikle kullanılmasının her zaman mümkün olmaması da önemli bir sorun oluşturmaktadır. Bu nedenle, gelişmiş, derinleşmesini tamamlamış finans piyasalarına ve bu piyasalardaki araç ve kurum çeşitliliğine, büyük ihtiyaç duyulmaktadır. Finans piyasalarının görevini tam yapabilmesi, yani tasarruf ile yaratılan kaynakların verimli alanlara aktarılabilmesi, finansal sistemde derinleşmenin sağlanmasının yanı sıra, serbestleşmeyi ve yeniden yapılanmayı da zorunlu hale getirmektedir. Uluslararası finansal piyasalarda 1980 sonrasında deregülasyon, regülasyon, kambiyo düzenlemelerinde serbestleştirme, teknolojik gelişmeler ve tüm bu gelişmelere paralel olarak da finans piyasalarının bütünleşmesi yani küreselleşmesi gibi yeni olgular ortaya çıkmıştır. Bu sürece sadece gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarının değil, aynı zamanda çok sayıda gelişmekte olan ülkenin finansal piyasalarının katılması da bu yeni olgulara farklı bir boyut kazandırmaktadır. Gelişmiş ülkelerin dış ticaret ve kamu açıklarının, gelişmekte olan ülkelerin ise büyüme ve kalkınmalarının finansmanı için, yurtiçi ve yurtdışı tasarruflara giderek daha fazla ihtiyaç duymalarına neden olmaktadır. Daha fazla fon talep edilmesi anlamına gelen bu durum uluslararası sermayenin kendisine yüksek getirili finansal pazarlar araması için itici bir etmen olmuştur.⁶⁸

Finansal yeniliklerin temel amacı yasal düzenlemelerin ve değişen yatırımcı profillerinin firmalara yüklediği maliyetleri azaltmaktır. Değişen düzenlemeler, yeni

⁶⁸ Erim ve Türk, **a.g.e.**, s:25

vergi kanunları, klasik tahvil ve hisse senetlerini kullanarak özel ihtiyaca göre portföy tasarlamak finans şirketlerine hep yeni ve ek maliyetler getirmektedir. Bu maliyetleri en aza indirmek için yeni ürünler geliştirmek gerekmektedir.⁶⁹

4.4. Teknolojik Gelişme

Son otuz yılda yaşanan teknolojik gelişme hayatın her alanını olduğu gibi finansal piyasaları da derinden etkilemiştir. Özellikle bilgisayar ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler sayesinde artık fon transferi yapmak çok kolaylaşmıştır. Teknolojik gelişmeler finansal piyasalarda yüz yüze işlemleri ortadan kaldırmıştır. Ekonomik birimler bu gelişmeler sayesinde mekanları değiştirmeden işlem yapabilme olanağına kavuşmuş bunun sonucunda da ulusal ve uluslararası finansal piyasalarda işlem hacimleri büyük artışlar göstermiştir.

Bilgisayar teknolojilerindeki gelişmeler sayesinde artık bilgiye ulaşmanın maliyeti nerdeyse sıfırlanmıştır. Bilgiye çok düşük hatta sıfır maliyetle ulaşmanın bir sonucu olarak da bu piyasalara katılacak birim sayısı artacaktır.

1970'lerden önce ulusal finans merkezlerinin birbirinden uzak olmasının diğer bir deyişle finansal merkezlerin uluslararası anlamda entegre olmaması ve uluslararası finansal merkezlerin doğmamış olmasının altında yatan en önemli nedenlerden biri belki de yüksek iletişim maliyetleri olmuştur. Sınır ötesi finansal işlemler, çok yoğun bilgi alış-verişi ve alış-satış emirlerini anında yerine getirecek mekanizmalara ve takas ve saklama kurumlarına ihtiyaç duymaktadır. Fiziki mesafelerin uzak ve kompleks olması, bu işlemlerin maliyetlerini de artırmaktadır. Uluslararası finansal işlemlerin artması, teknik altyapı düzeyinde telekomünikasyon ve bilgisayar teknolojisindeki gelişmelerle mümkün olmuştur⁷⁰.

⁶⁹ Vedat Akgiray, "Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları", **İMKB Dergisi**, Cilt:2 No:5, Ocak-Mart, 1998,s:3

⁷⁰ Alp, **a.g.e.**, s:66

4.5. Finansal derinlik

Finansal deregülasyon sonucu, bankacılık sektörü ile sermaye piyasası arasında aracılık yapan kurum sayısında artış olduğu gözlemlenmektedir. Bu durumun finans piyasalarında derinleşmeyi de beraberinde getirdiği şeklinde yorumlanabilir. Finansal derinleşmeyi ise kısaca, finans sektöründe yaratılan fonların, reel kesime aktarılma oranı şeklinde tanımlayabiliriz. Bu oran yüksekse finansal derinleşme yüksek olacak ve bunun da ekonomik büyüme oranını artıracak varsayılmaktadır. Oranın düşük olması halinde ise, finansal derinleşme zayıf olacağından reel sektördeki kaynak yetersizliği nedeniyle, ekonomik büyüme istenilen düzeyde olamayabilecektir.⁷¹

Türkiye'nin finansal kurumlar ve finansal araçların çeşitliliği açısından ilerleme kaydettiği, fakat derinleşmesini tamamlamış finans piyasalarıyla karşılaştırıldığında bu konuda yetersiz kaldığı görülmektedir.⁷²

Tablo 1: İhraç Edilen Mali Varlıkların GSMH'E Oranı (%)

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
KAMU KESİMİ																	
-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	8,1
-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	3,3
ÖZEL KESİM																	
-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	0,02
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	15

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

⁷¹ Erim ve Türk, **a.g.e.**, s:23

⁷² Suna Oksay, "Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı(Reregulation) İhtiyacı", **Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi**, 2000,s:10

1980’lerde oldukça düşük oranlarda gerçekleşen menkul kıymetler/GSMH oranlarının 1990 sonrası verilere bakıldığında zaman Türkiye finans piyasalarında menkul kıymetlerin GSMH’ya oranının arttığı görülmektedir. Tablo 1’de görüldüğü üzere menkul kıymetlerin GSMH’ya oranları 1990’da %6.5 düzeyindeyken 2001 yılında %122’ye yükselmiştir. Fakat burada en büyük payın kamunun olduğunu görüyoruz. Özel kesim menkul kıymet ihraçları %1’i bile bulamamıştır.

Tablo 2: Parasal Büyüklüklerin GSMH’E Oranı (%)

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
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	8,2
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	32
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	49,7

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

Para arzı göstergelerine bakıldığında ise en yüksek oranın M2Y/GSMH’ya ait olduğu görülmektedir. Bunu nedeni dövizin yerel paranın yerini aldığı başka bir deyişle para ikamesi olgusudur. Finansal derinleşme ve gelişme süreci arttıkça M1/GSMH oranı azalmakta, M2/GSMH oranı artmaktadır. Buradan da Türkiye’nin finansal gelişmenin yanında finansal derinleşmeyi de arttırdığını söyleyebiliriz.

5. FİNANSAL GELİŞMENİN ÖLÇÜLMESİ

Finansal gelişme, bir ekonomide finansal yapıyı oluşturan unsurlar olarak adlandırabileceğimiz finansal kurum ve araçlarda meydana gelen değişimlerin oldukça karmaşık ve kompleks bir bileşimidir. Finansal gelişme sürecini belirlemek için kullanılabilen birçok gösterge olmakla beraber gelişmenin tüm aşamalarını bir arada gösterebilecek tek bir gösterge bulunmamaktadır. Çok sayıdaki bu göstergelerden bir kısmını hesaplamak gelişmiş ülkelerde bile pek mümkün olmamakta, gelişmekte olan ülkelerde ise sağlıklı verilere ulaşmanın güçlüğü nedeniyle de bu ölçümü yapmak zorlaşmaktadır.

Finansal gelişme göstergeleri, finansal gelişme süreci devam ederken, bu süreçte yaşanan gelişmeleri açıklayamaz duruma gelebilir. Örneğin, parasal büyüklüklerin milli gelire oranı bir gösterge olarak ele alındığında, finansal gelişme devam ederken bu oran beklenin tersi yönde hareket edebilir, ya da gösterge olarak ticari bankaların finansal sistemdeki payı alındığında, finansal gelişme devam ederken bu pay azalabilir. Bu yüzden finansal gelişmenin göstergesi olarak tek bir göstergeyi baz almak uygun değildir. Bu amaçla birçok göstergenin bileşimini kullanmak finansal gelişmenin ölçümü açısından daha uygun olacaktır.

Finansal gelişme göstergelerini talepteki gelişmeleri yansıtan göstergeler, arzdaki gelişmeleri gösteren göstergeler ve diğer göstergeler olarak üç temel grup altında incelememiz mümkündür.

5.1. Finansal Aktif Talebinde Meydana Gelen Değişimleri Yansıtan Göstergeler

Finansal gelişmeyi sağlayan, finansal piyasadaki her bir aktifin hacminde meydana gelen artışın yanında ekonomik birimlerin zaman içinde finansal aktif taleplerinde meydana gelen değişimlerdir. Ekonomik birimlerin gelirlerinin artması ve riskten kaçınma istekleri finansal aktif talebinin artmasının altında yatan en önemli nedenlerdir.

5.1.1. M1/GSYİH

Bu oran, dar anlamlı para arzının Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya oranını bize verir. Bu oranın ekonomide parasallaşma sürecinin aşılmasından sonra, finansal gelişmenin devam etmesiyle, paranın dolanım hızındaki artış ve para talebindeki azalışla düşmesi beklenir.⁷³ Çünkü finansal gelişme sonucu nakit para ya da vadesiz mevduat yerine para yerine geçen finansal aktiflerin kullanımı artacaktır.

⁷³ Öcal, a.g.e., s:271

5.1.2. M2/GSYİH

Geniş tanımlı para arzının GSYİH'ya bölünmesi ile elde edilen bu oran, finansal derinleşme göstergelerinden en çok kullanılanıdır.⁷⁴ Bu oranın artması ekonomik birimlerin bankacılık sistemini daha fazla kullanmaya başladığını gösterir ve artması finansal derinleşmenin arttığını gösterir. Ayrıca M2Y/GSYİH oranı da finansal derinliğin ölçülmesinde kullanılabilir. Yıllar itibarıyla finansal piyasalara kanalize olan tasarruflar artmış, mali derinlik oranları rakamsal anlamda yükselmiştir. 1990 yılında yüzde 18 olan M2/GSYİH oranı, 1999'da yüzde 28.7'ye çıkmıştır. Yine M2Y/GSYİH oranı da aynı yıllarda yüzde 23.5'den yüzde 41.2'ye kadar yükselmiştir. 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri sonrasında dolarizasyona bağlı olarak M2/GSYİH düşerken M2Y/GSYİH oranı yükselmiştir.⁷⁵

5.1.3. M2-M1/GSYİH (Vadeli Mevduatlar/GSYİH)

Bu oran geniş tanımlı para arzından dar tanımlı para arzını çıkarttığımızda elde edilen vadeli mevduatları, GSYİH'ya oranlayarak elde edilir. Bu oran, finansal gelişme süreci devam ettikçe, halkın bankacılık sistemi aracılığıyla yaptıkları tasarrufların seyrini yansıtır.⁷⁶

5.1.4. L/GSYİH

Bu oran, ekonomideki tanımlı en geniş para arzının GSYİH'ya oranlanması ile elde edilir. L bir ekonomide finansal sistemin likit yükümlülüklerini de barındırmaktadır. Bu yüzden bu oranı finansal aracılık oranı olarak da tanımlamak mümkündür. Finansal aracılık oranı bir ülkedeki finansal değerlerin toplamının GSYİH'ya bölünmesiyle hesaplanır. Bu oran ile toplam finansal aktifler ile reel aktifler arasında ilişki kurmak mümkündür. Bir ülkenin finansal yapısının, reel yapıya oranla daha hızlı gelişmesi, fon talebinde bulunanların ihtiyaçlarının karşılanması açısından

⁷⁴ Öcal, a.g.e., s:272

⁷⁵ <http://www.e-aso.org.tr/html/TUR/asomedyak/kasim2005/buyuteckasim2005.html>,
27.01.2007

⁷⁶ Öcal, a.g.e., s:272

kalkınma hızında etkili bir itici güçtür. Bu durum ekonomideki sermaye birikimini artırarak reel sektörün kullanımı için daha fazla kaynak yaratacaktır. Bu yüzden finansal aracılık oranı, ulusal geliri artırıcı bir etkiye sahiptir.

5.1.5. L-M1/GSYİH

M1 her ülkede yaratılan finansal araçların ilk tipi olduğu için, en geniş para arzı tanımı kabul ettiğimiz L'den M1'in çıkarılması ile elde edilen büyüklük, ülkede M1 tanımı içine dahil edilmeyen diğer finansal araçların hacmini ifade eder.⁷⁷ Bu şekilde ekonomik birimlerin portföy çeşitlendirmesi talebinin nasıl bir seyir izlediği görülmüş olur.

5.2. Arzdaki Gelişmeleri Yansıtan Göstergeler

Finansal hizmetlere olan talep değişmelerine karşılık arz cephesini oluşturan finansal kurumların bu taleplere ne şekilde cevap verdiğini bu göstergeler sayesinde izlemek mümkündür. Finansal gelişme sürecinin sonucu olarak yatırımların finansmanı için doğrudan finansman teknikleri yerine dolaylı finansman tekniklerinin kullanımı yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bu göstergeler sayesinde finansal kurumların faaliyetlerini analiz etmek mümkündür.

Dolaylı finansmanın artması, finansal kurumlar aracılığıyla yapılan ödünç alma-verme işlemlerinin arttığını gösterir. Bu nedenle finansal araçlar tarafından piyasaya sunulan aktif ve yükümlülüklerin milli gelire oranında artış beklenmektedir.

5.2.1. Ticari Bankaların ve Banka Dışı Araçların Aktiflerinin Toplamı/GSYİH

Bu oran bize ekonomide tasarruf ve yatırım sürecinin ne denli kurumsallaşma içerisinde olduğunu gösterir. Finansal gelişme süreci içerisinde finansal araçların ve kurumların sayısında artış olacağından bu oranın artması beklenmelidir.

⁷⁷ Kaytancı, a.g.e, s:53

5.2.2.Ticari Bankaların Aktifleri

Bu oran finansal gelişme süreci içerisinde bankacılık kesiminin ne kadar kullanıldığını daha farklı bir deyişle bankacılık kesiminin kullanım ağırlığını göstermektedir.

5.2.3.Banka Dışı Finansal Aracıların Çıkardıkları Aktifler/ Ticari Bankaların Aktifleri

Finansal gelişme ve liberalizasyon sürecinin ilk aşamalarında bankacılık kesimi finansal piyasalarda baskındır. Finansal gelişme ilerledikçe banka dışı finansal araçların hizmetlerine olan talep artacak, finansal gelişme devam ettikçe bankacılık sistemi önemini yitirmeye başlayacaktır. Bu oran finansal gelişme ilerledikçe yükselecektir.

5.3. Diğer Göstergeler

5.3.1. Kapitalizasyon Oranı

Finansal gelişme süreci, sermaye piyasalarının da gelişimini kapsamaktadır. Sermaye piyasalarının gelişimi, firmalara halka açılma yani doğrudan kredi alabilme olanağı sağlamaktadır. Piyasa değeri sermaye piyasalarında halka açılan firmaların piyasa büyüklüklerinin toplamıdır. Bu büyüklüğün GSYİH'ya oranlanması ile elde edilen oranın finansal gelişme devam ettikçe artması beklenir. Piyasa değerine özel sektörün aldığı kredileri de ekleyerek GSYİH'ya oranı kapitalizasyon oranı olarak isimlendirilir ve özel sektörün iç piyasadan borçlanma kabiliyetini gözlemlemede kullanılabilir.

5.3.2. Özel Sektöre Verilen Krediler

Toplam yurtiçi krediler içinde özel sektöre verilen kredilerin oranını verir. Finansal gelişmenin ekonomik performansı etkileme gücü yatırıma aktarılabilecek olan fonları artırmasıyla doğru orantılı olduğundan finansal gelişmeyle beraber artması beklenir.

5.3.3. Bankacılık Sisteminin Aktif Yapısı

Özel ya da kamu bankalarının aktif büyüklükleri toplam bankacılık sisteminin aktif toplamına bölünerek finansal sistem içerisinde kamu ya da özel bankaların ağırlığını ve boyutunu ölçmeye olanak tanır. Finansal sistemde fon transferinin ağırlıklı olarak kamu ya da özel sektör kanallarından hangisi ile yapıldığı hakkında bilgi verir.

5.3.4. Bankacılık Sisteminin Mevduat ve Kredi Yapıları

Burada ticari bankalarca toplanan mevduatlar ve krediler içinde kamu ve özel bankaların payı incelenip, bankacılık sisteminde kamu kesiminin ağırlığı ve fon transferlerinin hangi kanallarla yapıldığı konusunda fikir edinilebilir.

5.3.5. Reel Faiz Oranı

Reel faiz oranları piyasa koşullarında belirlenenden daha düşük gerçekleşir ise finansal baskının varlığını gösterdiği için reel faiz oranları finansal aracılık düzeyi ile yakından ilişkilidir. Reel faiz oranlarının pozitif olması finansal tasarrufları artırır ve finansal aracılığı teşvik eder.

5.3.6. Finansal Aktiflerin Vade Yapıları

Finansal piyasalarda bulunan finansal araçların fiyat ve kalitesinde, finansal gelişme süreci devam ettikçe değişiklikler olacaktır. Piyasadaki uzun vadeli

araçların yatırım riski, yatırım ve tasarrufların kurumsallaşması ve sağlıklı çalışan finansal kurumların oluşması ile azalacaktır. Bu yüzden uzun vadeli finansal araçların kullanımı, kısa vadeli finansal araçların kullanımına oranla artacaktır.⁷⁸

⁷⁸ Kaytancı, **a.g.e.**, s:61

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI

1. PARA POLİTİKASINA GENEL BİR BAKIŞ

Para politikası kavramı; ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararları ifade eden ve ülke merkez bankaları tarafından uygulanan politikaların tümünü ifade etmektedir.⁷⁹ Fiyat istikrarı ise para politikasının uzun dönemli temel amaçlarına (büyüme ve istihdam) yönelik olarak ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde etkili olmayacak ölçüde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını ifade etmektedir.⁸⁰

Keynesyen teorinin etkisiyle devletin ekonomik alandaki faaliyetlerinin ağırlık kazanması ve devletin yeni fonksiyonlar üstlenmesi, gerek vergi, harcama, borçlanma ve bütçe politikalarını içeren maliye politikasının gerekse bir takım parasal araçlar aracılığıyla para arzı ve faiz oranları üzerinde etkili olmak üzere para politikasının etkin bir şekilde uygulanabileceği ortamı hazırlamıştır. Devletin ekonomik istikrarı sağlama, gelir ve kaynak dağılımını düzenleme, tam istihdamı gerçekleştirme ve ödemeler bilançosunda denklik sağlama şeklindeki yeni fonksiyonları ile birlikte, bu fonksiyonları gerçekleştirebilme amacıyla para piyasasına müdahalesi artmıştır. Bu teorinin etkisiyle para, iktisat politikası aracı haline gelmiştir.⁸¹

Günümüzde para politikaları merkez bankaları aracılığıyla yönetilmekte ve fiyat istikrarının sağlanması temel amaç olarak seçilmektedir. Para politikasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlendikten sonra, para politikası araçlarının bu hedef doğrultusunda kullanılması zorunlu olmaktadır. Aksi halde, fiyat istikrarı amacı yanında

⁷⁹ http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#parapolitikasi Erişim Tarihi: 24.05.2006

⁸⁰ http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#fiyatistikrari Erişim Tarihi: 20.02.2006

⁸¹ Dilek Dileyici, “Parasal İstikrar Amacını Sağlamada Para Politikalarının Kullanımı”, **Kamu Tercih ve Anayasal İktisat Dergisi**, Sayı:2, Nisan-Mayıs-Haziran 2001, s:35-36

diğer amaçların da yer alması, araçların tüm amaçlara hizmet edecek şekilde kullanılmasını gerektirir ki, bu da fiyat istikrarı amacından sapmalara neden olur.

Fiyat istikrarı amacı yanında tam istihdamı, ekonomik büyüme ve kalkınmayı sağlama amacına yönelik olarak para politikası araçları kullanıldığı zaman birbirinden farklı sonuçlar vermektedir. Örneğin; enflasyonist ortamda fiyat istikrarını sağlamak amacıyla reeskont oranı ve yasal karşılıklar oranı düşürülerek ve merkez bankası piyasaya tahvil, bono ve döviz satarak ekonomide para arzını azaltmaya çalışmakta, oysa aynı dönemde tam istihdamı sağlama amacına da hizmet edilirken reeskont oranı ile yasal karşılıklar oranının düşürülmesi ve merkez bankasının piyasadan tahvil, bono vb. satın alması gerekmektedir. Böylece hem fiyat istikrarını sağlama hem de tam istihdamı gerçekleştirme amacına yönelik olarak para politikası araçlarının aynı yönde kullanılması mümkün görünmemektedir. Aynı durum fiyat istikrarını sağlama ile ekonomik büyümeyi gerçekleştirme amacının birlikte hedeflenmesi halinde de söz konusudur.⁸²

Para politikası söz konusu olduğunda akla gelen en temel soru, uygun para tanımının ne olduğudur. En geniş anlamıyla, iktisadi faaliyetlerin gerçekleşmesinde değişim aracı olarak kullanılan her şey para tanımı içinde görülebilir. Dolayısıyla, yalnızca emisyonu veya dolaşımdaki para miktarını içeren bir para tanımı yetersiz olacaktır. İtibar edilen bir kişinin kartviziti veya bir hatırl senedi de para tanımı içine alınabilir. Ancak, piyasada para gibi işlem gören araçların tümünün saptanması ve bunların belli zaman kesitlerindeki stok değerlerinin ölçülmesi imkansızdır. Bu nedenle, uygulamada kullanılan parasal büyüklükler genellikle dolaşımdaki paranın ve bankalardaki mevduatın toplamı olarak tanımlanmaktadır.⁸³

Kağıt paraların en önemli özelliği altına dönüştürülebilme imkanının olmamasıdır. Yani kağıt paranın belli oranda altın karşılığı bulunmamaktadır. Para basma tekelı sadece devlete aittir. Kağıt para sistemi hükümetlere para arzını sınırsızca

⁸² Dileyici, **a.g.e.**, s:41

⁸³ Hasan Ersel ve Emin Öztürk, "Para Politikası Uygulamaları ve Para Miktarı", **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği No:9207**, Eylül 1992s:1

arttırabilme imkanı verir. Kağıt para sistemi hükümetlere para arzını, ekonomiyi yönetici kararların uygulanmasında bir araç olarak kullanma imkanını verdiği için tercih edilmiştir. Kağıt para sisteminde para arzının arttırılması tamamıyla hükümetin kontrolünde ve inisiyatifindedir. Fakat buradaki en önemli sorun piyasaya çıkarılacak olan para miktarıdır. Para miktarının kontrolü çok önemlidir. Hükümetler basit bir şekilde daha çok para yaratarak, daha çok satın alma gücü ihtiyacına cevap vermeye çalışırlar. Fakat böyle yapınca, paranın reel satın alma gücünü azaltan bir yan etki meydana gelir ve sonuçta enflasyon oluşur.

1970’li yılların liberal düşünce akımlarından biri olan Monetarizm ve onun kurucusu Milton Friedman’a göre ise enflasyon parasal kaynaklı bir sorundur ve enflasyonun temelinde para arzı artışları yatmaktadır. Hükümetlerin para politikası araçları aracılığıyla ekonomiye müdahalesi parasal büyüklükler üzerinde etkili olmakta ve enflasyonist sonuç doğurmaktadır. Bu nedenle hükümetlerin para politikalarına yaptıkları keyfi müdahaleler önlenmelidir. Çözüm, siyasi otoritenin bu yetkisini kurallarla sınırlandırmaktır. Para arzının, ekonomideki mal ve hizmet miktarına nazaran daha fazla oranda artması fiyat istikrarını bozmakta ve beraberinde enflasyonu getirmektedir. Para otoritelerince para arzının aşırı ölçüde arttırılması, parasal dengenin ve parasal istikrarın bozulmasına neden olmaktadır.⁸⁴

Bu çerçevede, para politikalarının uygulanmasından sorumlu olan merkez bankaları, ülkenin ekonomik koşullarını ve hükümetin uyguladığı maliye politikalarını veri alarak temel para politikası hedeflerini belirlerler. Temel para politikası hedeflerini belirleyen merkez bankaları, daha sonra bu temel hedeflere ulaşmak için hangi stratejiyi uygulayacaklarını, seçilen strateji çerçevesinde hangi para politikası araçlarını kullanacaklarını ve seçilen para politikası araçlarını hangi operasyonel altyapıda gerçekleştireceklerine karar verirler. Doğal olarak, kullanılacak araçlar ile operasyonel altyapı da ülkedeki finansal sistemin alt yapısından bağımsız olamaz. Bu çerçevede, ülkedeki finansal yapı, para politikası stratejisinde olduğu kadar uygulanacak araçların seçiminde de belirleyicidir.⁸⁵

⁸⁴ Dileyici, **a.g.e.**, s:43-44

⁸⁵ Timur Önder, “Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması”, (**Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs 2005), s:1-2

1.1. Para Politikası Araçları

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 politikaları 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.⁸⁶

Para politikası araçlarını, doğrudan ve dolaylı para politikası araçları olarak iki grupta sınıflandırmak mümkündür. Doğrudan ve dolaylı araçların uygulamasında iki temel ayırım vardır;⁸⁷

1. Doğrudan araçlar yapılan düzenlemelerle ya fiyatları (faiz oranlarını) ya da miktarları (kredi - mevduat) belirler veya sınırlandırırken, dolaylı para politikası araçları ise piyasadaki arz - talep koşulları etkilenecek şekilde yürütülmektedir.

2. Kredi tavanları biçimindeki dolaysız para politikası araçları temelde finansal sistemde yer alan kurumların (ticari bankalar) bilançolarını etkilemeyi amaçlarken, dolaylı para politikası araçları ise merkez bankası bilançosunu veya merkez bankası imkanlarının fiyatlarını (faizlerini) etkilemeyi hedeflemektedir. Dolayısıyla, doğrudan araçlar müdahale içerirken, dolaylı araçlar piyasa bazlı araçlardır.

1.1.1. Para Politikasının Dolaylı Araçları

1970’li yılların sonunda finansal liberalizasyon uygulamalarının dünya ölçeğinde yayılması ve ekonomik büyümenin bu şekilde daha hızlı sağlanacağı tezinin kabul görmesi ülkelerin para politikaları uygulamalarını da değiştirmiştir. 1980 sonrasında finansal piyasalara doğrudan müdahale eden para politikası araçlarının yerine, dolaylı para politikası araçları ön plana çıkmıştır. Dolaylı para politikası araçları

⁸⁶ 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

⁸⁷ Önder, **a.g.e.**, s:55

kullanarak ülkeler etkin bir parasal kontrol sistemi kurmayı, finansal aracılığı etkinleştirmeyi ve ekonomide kaynakların etkin dağılımının sağlanmasını amaçlamışlardır.

Dolaylı para politikası araçları piyasa mekanizmaları aracılığıyla ara parasal hedefi etkilemektedir. Diğer bir söylemle, dolaylı para politikası araçları merkez bankalarının piyasalara bir aracı gibi girerek işlem yapmasını sağlayan, insiyatifi piyasalara bırakan araçlardır. Literatürde piyasa bazlı araçlar olarak da tanımlanabilen dolaylı araçlar, piyasadaki katılımcıların isteğine bağlı olarak (gönüllü) piyasa fiyatlarıyla yapılan işlemler sayesinde bankalara sağlanan likiditeyi değiştirmektedir. Bu yüzden birçok gelişmekte olan ülke makroekonomik hedeflerine ulaşabilmek amacıyla, piyasa bazlı araçların kullanımını daha aktif bir hale getirerek, kullandıkları parasal kontrol sistemlerini yeniden yapılandırmışlardır.

Dolaylı araçların çeşitlemesinde en önemli nokta, merkez bankasının etkilemek istediği kredi-faiz oranları veya para miktarı gibi değişkenleri hangi araçlarla kontrol edebileceğidir. Kullanılan araçların etkileri mutlaka tahmin edilebilir olmalıdır. Böylece parasal kontrol için kullanılan araçlar eğer esnekse, ortaya çıkan parasal etkiler anında değiştirilebilir veya tersine çevrilebilir. Teminat karşılığı yapılan merkez bankası operasyonları yalnızca bir likidite kontrol aracı değil aynı zamanda finansal piyasaların gelişimini teşvik eden bir uygulamadır. Dolaylı araçlar para politikası uygulamalarında daha büyük bir esneklik sağlamaktadır. Ani şoklara ve yanlış politika uygulamalarına karşı, dolaylı araçlar kullanılarak anında değişiklik yapılabilir. ⁸⁸

1.1.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri, Merkez Bankasının dolaşımdaki para miktarını azaltıp çoğaltmak için, hazine bono ve tahvilleriyle, özel sektöre ait bazı tahvilleri alıp satma işlemleridir. ⁸⁹ Açık piyasa işlemleri (APİ) en geniş anlamıyla finansal enstrümanların açık piyasada merkez bankası tarafından ya birincil piyasada ya da ikincil piyasada alınarak veya satılarak bankacılık sisteminin toplam rezervlerini

⁸⁸ Önder, **a.g.e.**, s:65-66

⁸⁹ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, (Ezgi Kitabevi Yayınları, 7.Baskı), s:303

daraltarak veya genişleterek, nihai olarak ülkenin para arzını etkileyebilmek olarak tanımlanabilir. Diğer bir tanımlaması ise; interbank, para ve menkul kıymetler pazarlarının tam anlamıyla gelişip, aktif olarak kullanıldığı ülkelerde açık piyasa işlemleri bankacılık sisteminin toplam rezervlerinin (likiditelerinin), menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarından merkez bankası tarafından alınıp veya satılarak etkilenmesidir.⁹⁰

Günümüzde açık piyasa işlemleri, merkez bankacılığının en etkin para politikası aracı haline gelmiştir. Açık piyasa işlemlerinin etkinliğinin en önemli nedenleri; faiz oranlarının ve işlem miktarlarının asıl olarak merkez bankasının tamamıyla insiyatifinde olması, günün her saatinde değişik yöntemlerle kullanılabilmesi nedeniyle esnek ve etkin olması, gün içerisinde yapılan işlemlerin çok kolay bir biçimde tersine çevrilebilmesi ve gerçekleştirilen işlemlerin etkilerinin çok hızlı bir biçimde piyasalarda görülmesidir. Böylece, bu işlemler gün içerisinde rahatlıkla tersine çevrilebilmekte ve parasal taban üzerinde küçük miktarlardaki ayarlamalara (fine-tuning) imkan vermektedir.⁹¹

Merkez Bankası açık piyasa işlemleri sayesinde piyasadaki para miktarını, fiyatları ve faiz oranlarını etkileyebilmektedir. Eğer Merkez Bankası piyasadan hazine bonosu veya devlet tahvili gibi menkulleri satın alırsa piyasaya para enjekte etmiş olur. Bunun sonucunda bankaların para rezervleri artar, dolayısıyla para arzı artmış olur. Para arzında ki bu artış faiz oranlarını düşürerek yatırımların artmasını ve ekonominin canlanmasını sağlar. Para arzını arttırıcı bu politikaya gevşek ya da genişletici para politikası denir. Fakat para arzının kontrolsüz ya da fazla arttırılması enflasyonist etki doğurur.

Merkez Bankasının söz konusu menkul kıymetleri piyasaya satması durumunda ise piyasadan para çekilmekte, bunun sonucunda parasal taban daralmakta, para arzı azalmaktadır. Bu tür işlemler ise bankaların nakit rezervlerini azaltmakta, faiz oranlarının yükselmesine neden olarak kredi talebini düşürmektedir. Bunun sonucunda yatırımlar ve harcamalar azalmakta, yatırım düşüşü ekonomik büyümeyi azaltmakta, harcamaların azalması ise talebi düşürerek anti-enflasyonist bir etki ortaya

⁹⁰ Önder, **a.g.e.**, s:70

⁹¹ Önder, **a.g.e.**, s:76-77

çıkarmaktadır. Para arzını daraltıcı bu politika sıkı ya da daraltıcı para politikası adı verilmektedir.

Açık piyasa işlemlerine bağlı olarak iki etkiden söz edilebilir;⁹²

- **Miktar etkisi:** Daha önce de belirtildiği gibi Merkez Bankası para piyasasında kişilerden ve bankalardan senet alır-satar. Bankaların tuttuğu rezerv paranın değişmesi, bankaların kaydı para yaratma ve bu parayı kredi olarak dağıtma politikalarını etkiler. Diğer bir deyişle, açık piyasa işlemlerinin miktar etkisi, önce banka likiditesinin daha sonra da kredi çarpanı yoluyla para arzının etkilenmesidir.

- **Fiyat Etkisi:** Açık piyasa işlemleri ile merkez bankası para piyasasına bazen senet satıcısı bazen de senet alıcısı olarak girmektedir. Dolayısıyla merkez bankası piyasada oluşmuş denge fiyatını değiştirmektedir. Eğer merkez bankası senet satarsa senedin değeri düşecek (faiz oranı yükselecek) senet satın alırsa senedin değeri yükselecektir(faiz oranı düşecek).

Açık piyasa işlemleri defansif ve ofansif olmak üzere iki şekilde uygulanabilmektedir. Defansif işlemler, merkez bankasının parasal tabanda meydana gelebilecek değişimlere karşı sadece savunma amacıyla yaptığı işlemlerdir. Ofansif işlemlerde ise merkez bankası bir dengesizlik olmaksızın, parasal tabanı değiştirmeye yönelik açık piyasa işlemleri yapmaktadır.⁹³

Açık piyasa işlemleri Merkez bankası için gerek defansif gerekse ofansif amaçlarına aşağıdaki nedenlerle en iyi araçtır:⁹⁴

- Merkez bankası parasal tabanın boyutunu belirlemek için istediği kadar tahvil alıp satabilir.
- Açık piyasa işlemlerinde inisiyatif merkez bankasındadır.

⁹² Parasız, **a.g.e.**, s:304

⁹³ Serdar Öztürk, **Enflasyon Hedeflemesi**, (İstanbul : Derin Yayınları, Yayın No:33, 2003), s:16

⁹⁴ Parasız, **a.g.e.**, s:304

- Açık piyasa işlemleri küçük alımlarla başarılabilir. Gerekğinde çok küçük alım ve satımlar yapılabilir. Böylece merkez bankası, parasal taban üzerinde çok küçük ayarlamaları gerçekleştirebilir.
- Açık piyasa işlemleri sürekli olarak kullanılabilir. Böylece merkez bankası, piyasadaki çeşitli etmenlerin etkileri hakkında edindiği yeni bilgilere ve piyasada hissettiği değişikliklere göre, parasal tabanı sürekli olarak istediği yönde ayarlayabilir. Açık piyasa işlemleri kolayca tersine çevrilebilir.

Açık piyasa işlemlerinin en sakıncalı yönü, bu işlemlerinin ilk etkisinin sermaye piyasalarının yoğunlaştığı bölgelerde olmasıdır. İşlemin etkisinin tüm ülkeye yayılması zaman alır. Açık piyasa işlemlerinde Merkez Bankası, DİBS'leri kullanarak doğrudan alım, doğrudan satım, repo ve ters repo işlemlerini yapmaktadır.

1.1.1.1.1. Doğrudan Alım İşlemleri

Merkez bankası, likiditenin kalıcı olarak istenilen düzeylerden az olacağına inanıyorsa, eksik olan likiditeyi sağlamak için bankalardan/aracı kurumlardan kıymet alır ve karşılığında bankalara/aracı kurumlara nakit aktarır. API portföyüne, piyasadan alınacak devlet iç borçlanma senetlerinin vadeleri, eski kanunda işlem valörü itibariyle bir yıldan kısa vadeli olması gerekirken, yeni düzenlenen kanunla, artık böyle bir vade sınırlaması uygulanmamaktadır. Çağdaş merkez bankacılığı ilkeleri merkez bankalarının birincil piyasadan (Kamudan-Hazineden) kıymet almasına imkan vermemektedir. Doğrudan alım işlemi sonucunda, bankalar kalıcı olarak ekonominin ihtiyaç duyduğu likiditeye kavuşurken, faizlerin enflasyon hedefi ile tutarlı düzeylerde kalması sağlanmış olur. Böylece bankaların/aracı kurumların toplam rezervleri arttırılır.⁹⁵

⁹⁵ Önder, a.g.e., s:71

1.1.1.1.2.Doğrudan Satım İşlemleri

Merkez bankası, piyasadaki likiditenin sürekli olarak fazla olacağına inanıyorsa, söz konusu fazla likiditeyi çekmek için, API portföyündeki kıymetleri bankalara/aracı kurumlara satar ve karşılığında bankalar, ellerindeki fazla likiditeyi merkez bankasına kalıcı olarak devrederler. Böylece bankaların/aracı kurumların toplam rezervleri azaltılır.⁹⁶ Doğrudan satım işlemleri enflasyonist bekleyişleri kırmak için de uygulanır.

1.1.1.1.3.Ters Repo İşlemleri(Geri Alım Vaadiyle Satım)

Merkez bankası, piyasadaki likiditenin geçici bir süre için fazla olduğunu, belli bir süre sonra tekrar normal seviyelere döneceğini düşünüyorsa, fazla likiditeyi ters repo işlemleriyle piyasadan çeker. Ters repo işlemlerinde merkez bankası, API portföyündeki senetleri bankalara/aracı kurumlara belirli bir süre için belirli bir fiyattan geri almak vaadiyle satar, bankalar / aracı kurumlarda karşılığında ellerindeki fazla likiditeyi geçici bir süre için merkez bankasına devrederler. Ters repo işlemlerinde iki anlaşma aynı anda yapılmış olur. Merkez bankası, senetleri bankalara/aracı kurumlara belirli bir fiyattan belirli bir vade için satarken, işlemin vadesinde de belirlenen faizle birlikte aynı senetleri bankalardan/aracı kurumlardan geri alacağını kabul etmiş olur. İşlemin vadesinde bankalar/aracı kurumlar aynı senetleri tekrar merkez bankasına satmak zorundadır.⁹⁷

1.1.1.1.4.Repo İşlemleri(Geri Satım Vaadiyle Alım)

Merkez bankası, piyasadaki likiditenin geçici bir süre için istenilen düzeyden az olduğunu, belli bir süre sonra tekrar normal seviyelerine döneceğini düşünüyorsa, eksik likiditeyi repo işlemleriyle piyasaya verir. Repo işlemlerinde merkez bankası, bankalardan/aracı kurumlardan kıymetleri belirli bir süre için belirli bir fiyattan geri satmak vaadiyle satın alır, karşılığında bankalara/aracı kurumlara nakit aktarır. Buradaki öncelik, yüksek fiyat teklif eden kurumdan, düşük faiz öneren kuruma doğru

⁹⁶ Önder, **a.g.e.**, s:70-71

⁹⁷ Önder, **a.g.e.**, s:71

sıralanmaktadır. Ters repo işlemlerinde olduğu gibi repo işlemlerinde de iki anlaşma aynı anda yapılmış olur. Merkez bankası, senetleri bankalardan belirli bir fiyattan, belirli bir vade için alırken, bankalar da aynı senetleri işlemin vadesinde belirlenen faizle birlikte merkez bankasından geri alacaklarını kabul etmiş olurlar. Bankalar, işlemin vadesinde, aldıkları nakdi faizle birlikte merkez bankasına geri vermek, merkez bankası da aynı kıymetleri bankalara iade etmek zorundadır. Repo; ikincil piyasanın tam anlamıyla gelişimini tamamlayamadığı dönemlerde de kullanılabilmekte, menkul kıymetler piyasasını bozmamakta, oldukça güvenli, esnek ve otomatik tersine çevrilebilen ve kısa dönemde geçici bir etki gösteren çok kullanışlı bir para politikası enstrümanıdır.⁹⁸

1.1.1.1.5. Depo (Mevduat) Alımı ve Satımı

Bu tür işlemler bir nevi bankalar arası mevduat işlemleri olup, asıl olarak merkez bankalarının “likiditenin son merci” işlevleri gereği kullanılır. Merkez bankaları genelde para piyasası gecelik vade faiz oranlarının belirli bir bant içinde oluşmasını hedeflerler. Bu çerçevede, merkez bankaları, gecelik vadede para piyasasında faizler üst sınıra çıktığında, açık piyasa işlemleri çerçevesinde bankalara teminat karşılığı, likidite verirler, ya da faizler çok düştüğünde, bankalardan mevduat olarak faizlerin aşırı dalgalanmasının önüne geçmeye çalışırlar.

1.1.1.1.6. Merkez Bankası Likidite Senedi İhraçları:

Merkez bankaları, likidite fazlasını doğrudan kendi ihraç edecekleri kısa vadeli “likidite senetleri” ile de çekebilirler. Likidite fazlalığı yaşayan ülkelerde bu tür senetler aktif bir açık piyasa işlemi aracı olarak kullanılmaktadır.

1.1.1.2. Reeskont Politikası

Reeskont işlemi esas olarak tekrar iskonto anlamına gelmektedir. Reeskont bir ticari bankanın portföyünde bulunan iskonto edilmiş senetlerin merkez

⁹⁸ Önder, a.g.e., s:71-72

bankasında tekrar iskontoya tabi tutulması ve bunun sonucunda söz konusu ticari bankanın merkez bankası kaynaklarından yeni fon temin etmesi işlemidir. Reeskont, bankalarca iskonto edilmiş bir senedin merkez bankasınca iskonto edilmesidir. Bankalar ellerindeki ticari senetleri vadeleri dolmadan merkez bankasına kırdırarak rezervlerini artırmabileceklerine göre, onların bu başvurularını reeskont oranlarında yapacağı değiştirmeler yoluyla kısıtlayarak ya da teşvik ederek merkez bankası bankaların rezervlerini ve kaydi para yaratma olanaklarını etkileyebilir.⁹⁹

Reeskont penceresi uygulaması, para-menkul kıymet piyasalarının gelişmediği 1980'ler öncesinde merkez bankalarının en önemli dolaylı politika araçlarından bir tanesiydi. Reeskont penceresi işlemlerinin en temel amacı, merkez bankalarının finansal sistem için son ödünç verme kaynağı (mercii) fonksiyonunu yerine getirmesidir. Bu uygulamada bankalar, merkez bankasınca belirlenen genelde kısa vadeli senetleri, merkez bankasının belirlediği faiz oranlarından iskonto ettirerek ihtiyacı olan likiditeyi elde ederler ve aniden ortaya çıkabilecek panik havasını da yatıştırmaya çalışırlar. Diğer bir deyişle, bankalar bu yolla ellerindeki ticari senetleri, vadeleri dolmadan merkez bankasına kırdırarak rezerv ihtiyaçlarını karşılayabileceklerdir. Etkin bir reeskont politikası uygulaması için, gelişmiş bir risk santralizasyon merkezine ihtiyaç duyulmaktadır. Reeskont politikası uygulaması ile merkez bankalarının bankalar aracılığı ile reel sektör firmalarına da kredi kullandırması söz konusudur ve bu uygulama, ekonomik büyümenin de önemli bir amaç olduğu eski merkez bankacılığı anlayışını yansıtır. Hatta, geçmişte, merkez bankalarının reeskont politikaları ile seçilmiş bazı sektörleri desteklemesi, bu sektördeki firmaların ticari senetleri karşılığı kredi vermesi söz konusu olmuştur. Ancak, piyasaların gelişmesi sonucu açık piyasa işlemlerinin etkinleşmesi ve modern merkez bankacılığı anlayışı nedeniyle, reeskont penceresi artık çok aktif olarak kullanılan bir araç değildir.¹⁰⁰

Bankalar vadeleri dolmamış ticari senetleri merkez bankasına yeniden iskonto ettirerek rezervlerini arttırabilme imkanına sahip oldukları için merkez bankası reeskont faizlerini değiştirerek banka rezervlerini ve kaydi para yaratma imkanlarını kısıtlayabilmekte ya da teşvik edebilmektedir. Merkez bankası reeskont faizlerini

⁹⁹ Parasız, **a.g.e.**, s:305

¹⁰⁰ Önder, **a.g.e.**, s:80

düşürürse, ödünç alma işlemi ucuzlayacağından bankaların reeskonta getirecekleri senet miktarı artacak, bunu sonucunda bankaların rezervleri artacak ve sonuçta buna bağlı olarak bankaların kredi verme ve kaydi para yaratma olanakları artacaktır. Merkez bankası reeskont faiz oranları yükselttiğinde ise, ödünç alma işlemi pahalılaşacağından bankaların reeskonta getirecekleri senet miktarı azalacak ve rezervlerini arttırma imkanları azalacağından para yaratma imkanları kısıtlanacaktır.

Reeskont oranındaki değişiklikler açık piyasa işlemlerinden farklılık gösterir. Reeskont oranı değişiklikleri, genellikle gazetelerde birinci sayfa haberi olarak halka duyurulur. Böylece reeskont oranında ki yükselmenin maliyet etkisi çok küçük kalsa bile, reeskont oranındaki artış finansal çevrelere merkez bankasının pek yakında daha güçlü diğer araçları kullanacağına ilişkin uyarı görevini yapar. Böylece reeskont oranları ile halkın bekleyişleri değiştirilebilir. Bu etkiye beyan ya da bekleyiş etkisi denmektedir.¹⁰¹

Bankacılık sistemine sağlanan reeskont kredileri üç temel amaç için kullanılmaktadır.¹⁰²

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

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 sektörlere yönelik kullanılabilmektedir.

¹⁰¹ Parasız, **a.g.e.**, s:306

¹⁰² Önder, **a.g.e.**, s:80-81

1.1.1.3. Zorunlu Karşılık Oranları

Zorunlu karşılıklar, bankaların pasiflerinde yer alan bazı yükümlülüklerin belli bir oranının genellikle nakit ve faizsiz olarak merkez bankasında bloke edilmesidir.¹⁰³ Zorunlu karşılık uygulaması, asıl olarak bankalara, mevduat ve mevduat benzeri yükümlülüklerinin belirli bir oranı kadar tutarı merkez bankası nezdinde bloke ve serbest mevduatlarında tutma zorunluluğu getirmektedir. Diğer bir tanımı ise, bazı finansal kuruluşların yükümlülüklerinin belirlenmiş bir oranını merkez bankası nezdinde tutmaya zorlanmalarıdır. Ayrıca, zorunlu karşılıklar ticari bankaların ve merkez bankasının yükümlülükleri arasında doğrudan bağlantı kurmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi yoluyla bankaların ödünç verebilecekleri fonların miktarlarını etkilemeyi amaçlayan ve fazla likiditenin sterilizasyonu için kullanılan bir para politikası aracıdır. Merkez bankası zorunlu karşılık oranını yükselterek, bankaların kredi verme imkanlarını daraltmakta ve merkez bankası nezdinde daha büyük bir miktarda hesap tutmaya zorlamaktadır. Hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde zorunlu karşılıklar farklı amaçlarda ve farklı özelliklerde kullanılmasına rağmen, genel kabul görmüş beş temel fonksiyona sahiptir. Bunlar:¹⁰⁴

1. Bankacılık sisteminin riskinin azaltılması,
2. Para arzını ayarlamak,
3. Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına yardımcı olmak,
4. Likidite yönetimini kolaylaştırmak,
5. Senyoraj geliri elde etmektir.

Zorunlu karşılık oranları politikası, açık piyasa işlemleri ve reeskont politikasından farklı olarak, bankaların rezervlerini değil, mevduat çarpanını etkilemektedir. Merkez bankasının karşılık oranları arttırması durumunda, tedavüldeki para azalmakta ve bu şekilde banka sisteminin kredi verme ve kaydi para yaratma gücü

¹⁰³ Akçay, **a.g.e.**, s:18

¹⁰⁴ Önder, **a.g.e.**, s:86-87

frenlenmektedir. Karşılık oranının azaltılması durumunda ise, para arzı genişlemekte ve kaydi para yaratma gücü arttırılmaktadır.¹⁰⁵

Zorunlu karşılıklar politikasının etkilerini şu şekilde özetleyebiliriz;¹⁰⁶

- Zorunlu karşılık oranının değiştirilmesi tüm banka sistemini etkiler. Bunun bazı sakıncalı yönleri olabilir. Eğer kaydi para yaratımı birkaç büyük bankanın kontrolü altında ise ve iş hacminin yoğun olmadığı küçük yörelerde para darlığı çekiliyorsa, karşılık oranlarının yükseltilmesi, buralardaki yerel bankaların zaten kısıt olan para yaratma olanaklarını daha da kısıtlar.

- Para piyasasında çalışan ve zorunlu karşılık ayırma yükümlülüğü olmayan banka dışı mali araçlar imtiyazlı duruma geçerler.

- Zorunlu karşılıklar politikası, esnek bir politika aracı değildir. Yani zorunlu karşılık oranında yapılan değiştirmelerle küçük ölçekli para ayarlamaları yapılamaz. Çünkü karşılık oranında yapılacak küçük bir değişikliğin para stoku üzerinde etkisi büyük olabilir.

- Zorunlu karşılık oranlarının artırılması, ellerinde aşırı rezerv bulunmayan bazı bankaları, portföylerindeki bazı kıymetli evrakları satma durumuyla karşı karşıya bırakabilir.

- Zorunlu karşılıkların yükseltilmesi durumunda bankaların ek karşılık sağlama işlemleri belli bir zaman alabilir ve bu gecikme beklenen etkinin daha sonra ortaya çıkmasına neden olabilir.

¹⁰⁵ Vildan Serin, **Para Politikası: Tarihi, Teorik Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması**, (İstanbul : Fatih Yayınevi ,1987), s:21

¹⁰⁶ Parasız, **a.g.e.**, s:307

1.1.2. Para Politikasının Dolaysız Araçları

Dolaysız para politikası araçları ise ara hedefleri doğrudan kontrol eden araçlardır veya merkez bankalarının para politikası uygulamalarını piyasanın inisiyatifi yerine, yasal düzenlemeler yoluyla yerine getirmesidir. 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 kredi tavanlarıdır.

İlk olarak, doğrudan araçlar, en azından başlangıçta, kredi büyüklüklerinin kontrol edilebilmesinde veya kredinin dağıtılabilmesinde ve bunların maliyetleri için güvenilir bir yol olarak düşünülmüştür. Hatta, bu enstrümanlar, en azından gelişmiş bazı ülkelerde, sorunsuz olarak olumsuz etkileri çok net görülmeden 1980'lerin ortalarına kadar etkin olarak kullanılmışlardır. İkinci olarak, doğrudan araçların kamuoyuna ve politikacılara açıklanabilmesi ve yürütülmesi göreceli olarak kolaydır. Üçüncü olarak, bu araçların doğrudan mali yükü göreceli olarak düşüktür. Dördüncü olarak, bu araçlar parasal bir program biçimine kolayca dönüştürülebilirler. Beşinci olarak, belli hedeflere kredi aktarmak istenirse doğrudan araçlar hükümetlere çok çekici gelmektedir. Altıncı olarak, gelişmemiş ve rekabetçi olmayan bir finansal sisteme sahip ülkelerde dolaylı araçların kurumsal çerçevesi geliştirilirken, uygulanabilecek yegane para politikası enstrümanı doğrudan araçlardır. Yedinci olarak, dolaylı para politikası araçlarına geçiş esnasında birçok hükümetin korkusu, finansal piyasaların çok sığ olabileceğinden dolayı, faiz oranı etkilerinin ve hareketliliğinin yatırımları olumsuz olarak etkileyebileceğidir. Bu nedenle merkez bankaları, finansal piyasaları belli bir olgunluğa erişinceye kadar, belli bir süre için bazı doğrudan araçları kullanmayı sürdürebilirler. Sekizinci olarak, eğer yurtiçi kredi imkanının başka bir kaynağı yoksa, döviz kuru rejimine bakılmadan banka kredi tavanları uygulaması çalışır. Dokuzuncu ve son olarak da, en azından geçici bir süre için doğrudan araçlar en iyi ikinci olarak veya finansal sektördeki ciddi bir kriz gibi spesifik ya da genel piyasa olumsuzluklarının yaşandığı durumlarda destekleyici bir araç olarak kullanılabilir.¹⁰⁷

¹⁰⁷ Önder, a.g.e., s:59-60

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

Merkez bankası bankacılık kesiminin açacağı kredileri miktar, faiz oranları ve vadeleri açısından kontrol altında tutabilmektedir.

Merkez bankası, ticari bankaların çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak açacakları kredilere bir tavan getirebilir. Öte yandan bazı ayrıcalık getirilen üretim faaliyet alanları için orta ve uzun vadeli kredi olanaklarını genişletebilir ve bunlar için çeşitli faiz kolaylıkları sağlayabilir. Bu tür önlemlerle para otoriteleri, bir yandan ticari banka fonlarının bazı spekülatif faaliyet ve alanlara kayışını önlerken, öte yandan fonların arzu edilen sektörlere yönelmesini sağlar.¹⁰⁸

Merkez bankaları, ticari bankaların çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak açacakları kredilere bir takım sınırlamalar getirebilir. Toplam kredi genişlemesi her bir ticari bankanın toplam kredi hacmi içindeki payı nispetinde dağıtılmakta ve belirlenmektedir. Ayrıca, hem faiz oranı hem de kredi tavanı kontrolleri genel olarak, yani herhangi bir sektörü teşvik etmek veya engellemek için değil, tüm parasal genişlemeyi frenlemek için de kullanılabilir

Kredi tavanları genellikle merkez bankalarının kendilerine yüklenmez, aksine merkez bankaları tarafından ticari bankalara uygulanır ve temelde üç çeşidi vardır:¹⁰⁹

- 1) Merkez bankalarının ticari bankalara verdiği krediler, bu ticari bankaların pasifindeki mevduatlar ile sınırlanabilir,
- 2) Ticari bankaların kredileri öz kaynaklarının belli bir katı ile sınırlanabilir,
- 3) Ticari bankaların verdikleri krediler, kredi alanlar için sınırlandırılabilir.

¹⁰⁸ Parasız, **a.g.e.**, s:310

¹⁰⁹ Hurşit Güneş, **Türkiyede Para Arzı Kontrol Araçlarının Etkinliği**, (İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No:9, 1990), s:23

Merkez bankası minimum veya maksimum mevduat ve kredi faizlerini veya bazen de ortalama mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı belirleyerek çeşitli sınırlamalar koyabilir. Bu araç günümüzün gelişmiş ekonomilerindeki etkin çalışan modern merkez bankacılığı sisteminde artık kullanılmamaktadır. Merkez bankalarının bu aracı kullanmamasının en temel sebepleri ise; merkez bankasının kredi piyasasını dengeye getirecek bir faiz oranını belirlemesi zordur ve ayrıca da bu piyasada dengede olmayan faiz oranlarının ekonomiye maliyeti çok yüksektir. Ayrıca, bankalar verecekleri kredinin fiyatını belirleme aşamasında risk faktörlerini de hesaba katabilecekleri bir esnekliğe ihtiyaç duymaktadırlar. Serbest piyasa ekonomilerinde, faizlerdeki değişiklikler kredi kaynaklarına olan arz ve talebi dengelemektedir.¹¹⁰

1.1.2.2.Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları

Banka bazında reeskont kotaları, bankaların amaçlarına, risk durumlarına ve likidite ihtiyaçlarına bağlı olarak belirlenmektedir. Belirlenen bu kotalar sayesinde bazı bankaların reeskont penceresinden daha fazla yararlanabilmesiyle, belirlenen bazı sektörlerin desteklenmesi amaçlanmıştır. Eğer tarım sektörüne daha fazla kaynak aktarılması amaçlanmışsa, tarım kredisi veren bankaların reeskont kotaları yüksek tutulabilmiştir. Ayrıca, tahsis edilen bu kotaların kullanılabilmesi için, ilgili sektörlerden reeskonta kabul edilebilecek menkul kıymetlerin de kapsamı değiştirilebilmektedir.¹¹¹

1.1.2.3.Disponibilite Uygulaması

Merkez bankaları, ticari bankaları, ellerindeki fonların belirli bir oranı ile öngördükleri tahvil ve bonoları satın almaya, merkez bankasında serbest tevdiat ve kasalarında nakit olarak bulundurmaya zorlayabilir. Disponibilite uygulaması bankaların likiditesini ve dolayısıyla aktif yapısını düzenleyen zorunlu bir araçtır. Eğer, piyasa faiz oranları satın alınan DİBS'lerin faiz oranlarından yüksekse, bu yolla piyasa faiz oranlarından daha düşük bir faizle bir kısım fonlar kamu sektörüne aktarılmış

¹¹⁰ Sergio Pereira Leite, "Monetary Policy Instruments", IMF Monetary and Exchange Affairs Department, 1992, s:136

¹¹¹ Önder, a.g.e., s:63

olmaktadır. Böylece bankaların fonlama maliyeti artar. Tersi durumda ise bankaların fonlama maliyetini düşürücü etki yapmaktadır. Disponibilite uygulaması bankalara kaçınacak alan bırakmayarak (pasiflerin tamamını içerecek şekilde) uygulanmasıyla dolaysız, bankaların kaçınabilecekleri alanlar bırakarak (pasiflerin bir kısmını içerecek şekilde) uygulanmasıyla dolaylı bir araç niteliğindedir.¹¹²

1.1.2.4.Bankalar ve Banka Dışı Mali Aracılara Belli Miktarda Devlet Tahvili, Hazine Bonosu Satın Alma Zorunluluğun Getirilmesi:

Merkez bankası otoriteleri, ticari bankaları ve banka dışı finansal araçları, ellerindeki fonların belli bir oranı ile bazı tahvil ve bonoları satın almaya zorlayabilir. Eğer piyasa faiz oranları bu gibi aktiflerin faiz oranlarından yüksekse, bu yolla normal piyasa faiz oranlarından daha düşük faizle bir kısım fonlar kamu sektörüne aktarılmış olur. Hükümet tahvil ve bono satarak, ticari bankalardan ucuza sağladığı bu fonları ekonomik kalkınmada öncelikli olan faaliyetlerin finansmanında kullanabilir.¹¹³

1.1.2.5.Finansal Aracıların 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. Bu şekilde, finansal kuruluşların ellerinde bulunan fonlar, ekonomik gelişmeye katkıda bulunabilen sektörlere aktarılabilir.¹¹⁴

¹¹² Güneş, **a.g.e.**,s:59

¹¹³ Parasız, **a.g.e.**, s:310

¹¹⁴ Akçay, **a.g.e.**, s:14

1.1.2.6.Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü

Bu tür menkul kıymetlerin taksitle satın alınması durumunda, alınan kıymetlerin ne kadarının peşin ödeneceği belirlenmektedir. Bu tür kredi kontrolleri, ABD’de 1930’lu yıllarda bankaların borçlandıktan sonra senet piyasalarında spekülative davranmaları sonucunda, senet fiyatları aşırı yükselmiş ve alınan senetler tekrar teminat gösterilerek yeniden borçlanmaları yoluyla para arzının hızlı artışı nedeniyle uygulamaya konulmuştur.¹¹⁵

1.1.2.7.Tüketici Kredilerinin Kontrolü

Para otoriteleri, konut ve apartman dairesi dahil olmak üzere çeşitli dayanaklı tüketim mallarının taksitli satışlarında, müşteriden tahsil edilecek minimum peşinat miktarını, vade yapısını ve bu amaçla verilen kredi faizlerini değiştirmek yoluyla, söz konusu mallara olan talebi istediği yönde etkileyebilmektedir.¹¹⁶

1.1.2.8.Özel Mevduatlar

Özel mevduatlar, ticari bankalar tarafından açılması zorunlu olan ancak yapılan düzenlemelerle bu mevduatların merkez bankasında tutulması ile para arzındaki genişlemeyi sınırlayan araçlardır. 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 piyasadan 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.¹¹⁷

¹¹⁵ Önder, **a.g.e.**, s:64

¹¹⁶ Parasız, **a.g.e.**, s:311

¹¹⁷ Serin, **a.g.e.**, s:21

1.1.2.9.Merkez Bankasının Moral Takviyesi

Bu politikaya, merkez bankasının açık ağız politikası ya da ahlaki korkutma politikası da denmektedir. Burada Merkez bankası, banka ve banka dışı finansal araçların genel olarak davranışlarını değiştirmesi için ikna gücünü kullanabilir.¹¹⁸ Özellikle, kriz dönemlerinde, Asya ülkelerinde (Singapur, Malezya) çok sık kullanılmıştır. Bu politikanın yasal bir dayanağı olmamakla beraber, merkez bankası bankaları ülke çıkarları doğrultusunda hareket etmeye ikna edebilir.¹¹⁹

1.1.2.10.Reklam ve Resmi Olmayan Ögütler

Merkez bankaları görüşlerini kamuoyu ile paylaşmak için birçok yol kullanabilir. Merkez bankası görüşlerini basın yayın organları aracılığıyla açıklayabileceği gibi, yapacağı tavsiyelerle firmaların beklentilerini de etkileyebilir.¹²⁰

1.2. Para Politikası Stratejileri

Bir ülkede para politikasının uygulayıcısı durumda olan merkez bankası, para politikasını uygularken, nihai hedeflere ulaşmak için, kendisine ara hedefler ve operasyonel hedefler belirlemekte ve para politikası araçları ile bu hedeflere ulaşmaya çalışmaktadır.¹²¹ Bu çerçevede para politikası uygulamalarının dört bileşeni bulunmaktadır:¹²²

-Nihai hedef

-Ara hedef

-Operasyonel hedefler

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

¹¹⁸ Parasız, **a.g.e.**, s:311

¹¹⁹ Önder, **a.g.e.**, s:65

¹²⁰ Önder, **a.g.e.**, s:65

¹²¹ İlker Parasız, **Para Politikası-Türkiye Uygulaması**,(Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1998), s:20

¹²² Önder, **a.g.e.**, s:33

Ekonomik büyüme, ödemeler dengesi, tam istihdam veya fiyat istikrarı gibi makro ekonomik değişkenler merkez bankasının ulaşmaya çalıştığı nihai hedefler arasındadır. Fakat günümüz modern merkez bankacılığı anlayışına göre artık merkez bankalarının nihai hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır. Ara hedefler, nihai hedeflere ulaşılmasını sağlayacak olan, nihai hedefi belirlediği düşünülen ve büyük ölçüde merkez bankası tarafından kontrol edilebilen değişkenlerdir. Ara hedefler, politika araçlarının hedefler üzerinde istenilen etkilerin yaratılıp yaratılmadığı konusunda merkez bankasına bilgi sağlamaktadır. Operasyonel hedefler, para politikası araçları ile ara hedefler arasında yer alan ve merkez bankalarının ara hedefleri kontrol edebilmek için kısa dönemde ulaşmayı denediği hedeflerdir.

Ara hedef olarak kullanılacak değişkenin belirlenmesinde dikkat edilecek hususlar şunlardır:

- Seçilecek ara hedefin politika araçları ile politika hedeflerini birbirine bağlama yeteneği yüksek olmalıdır.
- Ara hedefle nihai hedef arasındaki ilişki zaman ve koşullara göre değişmeyen istikrarlı bir ilişkisi olmalıdır.
- Ara hedefe ilişkin olarak sık ve doğru bilgi sağlanabilmelidir.
- Ara hedef olarak değişken idari ve politik olarak uygulanabilir olmalıdır.
- Merkez bankası asra hedef üzerinde önemli bir etkiye sahip olmalı; seçilecek değişken merkez bankası dışındaki faktörler tarafından etkilenme gücü yüksek bir değişken olmamalıdır.¹²³

Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikası stratejisinin başarılı olabilmesi için, uygulanan politikaların maliye politikası tarafından da desteklenmesi gerekmektedir. Aksi halde, para politikasının etkisi maliye politikası tarafından etkisizleştirilebilir. Merkez Bankası'nın bağımsız bir para politikasını yürütme kabiliyetine sahip olması gerektiği gibi, bir ülkenin, mali baskınlığın herhangi bir belirtisini de taşıması gerekmektedir. Bundan, para politikasının yürütülmesinin mali nitelikli gelişmelerle zora sokulmaması anlamı çıkmaktadır. Genel bir ifadeyle,

¹²³ Öztürk, a.g.e., s:6

kamunun merkez bankasının kaynaklarına çok az veya hiç başvurması anlaşılmaktadır. Ayrıca, kamunun senyoraj geliri çok büyük olmamalı ve mali piyasalar devlet borçlanma araçlarını emebilecek derinlikte olmalıdır. Açık bir mali baskınlık, monetizasyon yoluyla finanse edilen büyük bütçe açıklarına yol açmaktadır. Bu da eninde sonunda paranın değer kaybetmesine ve parasal otoriteye olan güvenin tedricen kaybolmasına yol açar.¹²⁴

Genel olarak mali baskınlığın olmaması, kamunun merkez bankasının kaynaklarına çok az veya hiç başvurmaması, hükümetin geniş tabanlı gelire sahip olması, dolayısıyla senyoraj gelirlerinin ortadan kaldırılması ve mali piyasaların devlet borçlanma araçlarını emebilecek derinlikte olması gerektiği anlamına gelmektedir. Bu koşulların sağlanmaması halinde, mali kaynaklı enflasyonist baskılara karşı kırılgan hale gelen bir ülkede, emek ve sermaye piyasaları fiyatlandırmalarında kullanılan endekslerde bir takım tutarsızlıklar oluşmaktadır. Mali baskınlığın yol açtığı enflasyonist süreç, nominal bir hedefe ulaşmada para politikasının etkinliğini azaltmaktadır.¹²⁵

Para politikasının hükümetin finansman ihtiyacına göre belirlendiği mali baskınlık durumunda, merkez bankasının öncelikli hedefi, fiyat istikrarı olmaktan çıkmakta ve enflasyon hedefine ulaşması güçleşmektedir. Bu durumda, kamu sektörü gelirleri büyük ölçüde senyoraj gelirlerinden veya devlet tahvili ihraçlarından sağlanmaktadır. Kamu finansmanının senyoraj gelirlerinden sağlandığı ülkelerde, kamuda gelecekte herhangi bir zaman diliminde, mali krizin önlenmesi amacıyla mali desteğe ihtiyaç duyulacağı beklentisi oluşmakta ve merkez bankasının itibarı zedelenmektedir. Mali kriz oluştuğunda ise, söz konusu mali destek uygulanmakta olan para politikasına ek bir yük getirmektedir.¹²⁶

Uluslararası sermaye hareketlerinin son derece oynak olduğu günümüz dünyasında –sermaye hareketlerinin serbestisi veri olmak üzere- ya kur istikrarı ya da

¹²⁴ Çolakoğlu, **a.g.e.**, s:23-24

¹²⁵ Tutar,**a.g.e.**, s:15

¹²⁶ M.S.Khan, “**Current Issues in the Design and Conduct Of Monetary Policy**”, IMF Working Paper, WP/03/56, Mart 2003, s:10

bağımsız bir para politikası hedeflenmelidir. Bu üç hedef aynı anda hedeflenemez. Bu hipoteze imkansız üçlü hipotezi denmektedir. Bu hipotez bir ekonominin aynı anda hem finansal serbestiyi, hem bağımsız bir para politikasını, hem de kurda istikrarı hedefleyemeyeceğini söyler. Bu üç hedeften en az bir tanesi bırakılmalıdır. Diğer bir deyişle hem dışa açık, hem bağımsız para politikası uygulayıcısı, (mesela enflasyon hedeflemesi yapan) hem de kurda istikrarı sağlayacak bir politikalar demeti imkansızdır. Eğer, dışa açıklık şartını bir an için kenara bırakırsak; kur rejimi tercihi, doğrudan doğruya bağımsız bir para politikası mı yoksa kurda istikrar mı daha önemlidir sorusu haline gelir. Bu noktada da ekonominin öznel koşulları devreye girer.¹²⁷

Bu çerçevede, para politikalarının uygulanmasından sorumlu olan merkez bankaları, ülkenin ekonomik koşullarını ve hükümetin uyguladığı maliye politikalarını veri olarak temel para politikası hedeflerini belirlerler. Temel para politikası hedeflerini belirleyen merkez bankaları, daha sonra bu temel hedeflere ulaşmak için hangi stratejiyi uygulayacaklarını, seçilen strateji çerçevesinde hangi para politikası araçlarını kullanacaklarını ve seçilen para politikası araçlarını hangi operasyonel alt yapıda gerçekleştireceklerine karar verirler. Doğal olarak, kullanılacak araçlar ile operasyonel alt yapı da ülkedeki finansal sistemin alt yapısından bağımsız olamaz.¹²⁸

Gerek ihtiyari politikalara karşı ileri sürülen görüşler gerekse enflasyonun ortaya çıkardığı maliyetler, fiyat istikrarının para politikası için uzun dönemde birincil hedef olarak kabul edilmesine yol açmıştır. Fiyat istikrarının birincil hedef olarak kabul edilmesi, para politikası için nominal bir çapanın seçilmesini zorunlu kılmıştır. Bu çerçevede, alternatif para politikası stratejileri gündeme gelmiştir. Fiilen uygulanan stratejiler üç tanedir:¹²⁹

i. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi

ii. Parasal Hedefleme Stratejisi

¹²⁷ Alpan İnan, “Kur Rejimi ve Türkiye”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:40 2000, s:39-42

¹²⁸ Önder, **a.g.e.**, s:1-2

¹²⁹ Seyfettin Erdoğan, “Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (9) /1, 2005, s:34

iii. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

1.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi

Döviz kuru hedeflemesi, enflasyonu düşürmek ve enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla bir ülkenin, ulusal parasının değerini güçlü bir ülkenin parasına bağlayarak yürüttüğü parasal bir stratejidir. Bu stratejiyi uygulamaya çalışan ülkeler, güçlü ülke seçiminde çoğu kez, dış ticarete en büyük partnerleri konumunda olan ülkeyi tercih ederler.¹³⁰

Döviz kuru hedeflemesi stratejisine bağlı para politikası oldukça uzun yıllardan beri uygulanan bir politikadır. Döviz kuru hedeflemesi stratejisi, yerel para biriminin altın fiyatlarına bağlı olması şeklinde uygulanabileceği gibi, yine yerel para biriminin düşük ve istikrarlı enflasyonun var olduğu bir ülkenin para birimine sabit bir kurdan bağlanması şeklinde de uygulanabilir. Söz konusu para politikası stratejisi önceden açıklanmak kaydıyla döviz kurunun belli oranlarda ve belirli dönem aralığıyla devalüe edilmesi şeklinde de gerçekleştirilmektedir.¹³¹

Kronikleşen enflasyonla mücadele etmeye çalışan ülkelerin çoğu enflasyonu düşürmek için uyguladıkları istikrar programlarında nominal çapa olarak döviz kurunu seçmektedirler. İstikrar programları genellikle döviz kurunun belirli bir orana sabitlenmesi sonucu enflasyon beklentilerinin kırılması üzerine kurulur. Nominal çapa olarak sabit kur seçilmeden önce genellikle devalüasyon yapılmaktadır. Yapılan devalüasyonun temel nedeni uluslararası rekabet kaybının önlenmesidir. Devalüasyonun iki yönlü etkisi ortaya çıkmaktadır. İlk etki, yerli paranın değerinin düşürülmesi sonucu yabancı paranın yerli paraya göre değer kazanması ile ithal mallarına olan talebin azalmasıdır. İkinci etki ise, reel kurun düşmesi sonucu ucuzlayan yurtiçi mallara olan dış talebin artmasıdır.

¹³⁰ Myriam Quispe Agnoli, “Monetary Policy Alternatives for Latin America”, **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, Third Quarter, 2001, s:3

¹³¹ Serkan Özcan, “Para Politikası Tercihleri İle Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi”, (**Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara Mayıs 2006), s:41

Döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulayan ülke deneyimlerini inceleyen çalışmaların ulaştığı bazı önemli sonuçlar, aşağıdaki noktalarda toplanabilir:¹³²

- Enflasyon oranının devalüasyon oranına yakınsaması yavaş olmaktadır. Heteredoks istikrar programlarında, fiyatların geçici bir süre denetim altına alınmasından dolayı enflasyon daha hızlı bir şekilde düşer.
- Programın başlangıç döneminde reel iktisadi aktivitelerde özellikle reel GSYİH ve özel tüketim harcamalarında daha sonra daralmanın takip ettiği artış eğilimleri ortaya çıkar.
- Ulusal para reel anlamda değer kazanır.
- Dış ticaret bilançosu ve cari işlemler bilançosunda bozulmalar ortaya çıkar.
- Program süresince reel faizlerin seyrini net olarak kestirmek güçtür. Örneğin ortodoks programların başlangıç devrelerinde reel faiz oranlarında düşme eğilimi gözlenmesine karşın, 1980’li yılların ortalarında uygulanan heteredoks programların başlangıcında ters yönde bir eğilim ortaya çıkmıştır.

Döviz kuru hedeflemesi stratejinin uygulanması ile birlikte, iktisadi faaliyet hacminde gözlenen genişleme eğilimleri geçicidir. Kronik enflasyon deneyimi yaşayan ülkelerde uygulanan döviz kuru temelli istikrar programları, başlangıçta hasıla ve tüketim miktarının artmasına yol açsa da, bu etkiler geçici niteliktedir. Programın uygulanmaya konulması ile birlikte iktisadi faaliyet hacminde ortaya çıkan genişleme eğilimleri uzun süre devam etmez.¹³³

Para ikamesinin güçlü olarak görüldüğü ekonomilerde kur istikrarını ön plana çıkaran kur rejimleri tercih edilmelidir. Çünkü hem para ikamesi görülen hem de dalgalı kur uygulayan bir ekonomide, yerel para arzındaki değişime karşı döviz kurları çok duyarlı bir hale gelecektir. Bu nedenle, kurda çok ciddi oynamalar görülebilir. Bu nedenle, para ikamesi olan ekonomiler kur istikrarını ön plana çıkaran kur rejimlerini

¹³² Guillermo A. Calvo ve Carlos A. Végh, “**Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries**”, 1997, <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciercrp/1.pdf>, s:12 Erişim Tarihi: 24.09.2006

¹³³ Erdoğan, **a.g.e.**, s:38

tercih etmelidir ki, kurdaki oynaklığın ekonomiye vermesi muhtemel tahribat azaltılabilirsin.

Benzer şekilde Poirson' da (2001) para ikamesinin yüksek olduğu ekonomilerde yerel para ile döviz arasında portföy değiştirirken işlem maliyetlerinin düşük olmasının ülkede yüksek dış sermaye hareketliliği varmış gibi bir etki göstereceğini, dolayısıyla serbest kur rejimlerinin böyle bir ortamda zararlı olacağını ve sabit kur rejimlerinin tercih edilmesi gerektiğini belirtir.¹³⁴

Sabit döviz kurunun en önemli avantajı, nominal bir çapa sağlayarak zaman tutarsızlığı probleminin giderilmesine katkı sağlamasıdır. Zaman tutarsızlığı problemi, politikacıların kısa dönemde hasıla düzeyini artırmak ve istihdam hacmini genişletmek amacıyla, genişletici politikalar uygulamalarından kaynaklanır. Eğer para politikası belli bir kurala bağlanırsa politikacıların ihtiyarı politika uygulamalarının önüne geçilmiş olur ve böylece zaman tutarsızlığı problemi engellenebilir. Sabit kur taahhüdünün ilan edilmesi, para politikası için otomatik bir kuralın benimsendiği anlamına gelir. Dolayısıyla, kur hedefinin ilan edilmesi halinde parasal otoritenin para politikasını keyfi şekilde uygulaması önlenmiş olur. Parasal otorite parasal genişleme stratejisini, ilan edilen kur hedefi ile tutarlı bir şekilde, diğer bir ifade ile, ulusal paranın değerindeki hareketleri takip ederek yönlendirir.¹³⁵ Sabit kur rejiminin bir diğer avantajı da sabit döviz kuru uygulamasının açık ve kamuoyu tarafından anlaşılabilir olmasıdır.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisi, bağımsız bir para politikası uygulama olanağını ortadan kaldırır. Döviz kuru hedeflemesi stratejisi uygulayan ülke, para politikasını ulusal ekonomideki gelişmelere bağlı olarak yönlendiremez. Çünkü ulusal parasını başka bir ülkenin parasına bağlayan ülke, parasal genişleme stratejisini çapa ülkesinin parasal büyüme oranındaki değişiklikleri esas alarak belirlemek zorundadır. Öte yandan döviz kuru hedeflemesi stratejisini uygulayan ülke, çapa ülkesinde ortaya çıkan bir şoktan doğrudan doğruya etkilenir. Çünkü çapa ülkesinde faiz oranlarında

¹³⁴ İnan, a.g.e., s:40

¹³⁵ Frederic S. Mishkin, "Strategies For Controlling Inflation", **NBER Working Paper Series, Working Paper 6122**, Ağustos 1997, s:11

ortaya çıkan bir dalgalanma, stratejiyi uygulayan ülke faiz oranlarını aynı düzeyde etkiler.¹³⁶

Yükselen piyasalarda döviz kuru hedeflemesi finansal kırılganlığı artırır ve hafif bir şekilde atlatılabilecek krizlerin bile ekonomiyi derinden etkilemesine neden olur. Bu ülkelerde ulusal paranın gelecekte nasıl bir seyir izleyeceği belirsiz olduğundan dolayı, borçlanma enstrümanları, ancak, döviz cinsinden ifade edildiğinde cazip hale gelir. Bu durumun farkında olan firmalar ve finansal kuruluşlar ağırlıklı olarak döviz cinsinden borçlanmayı tercih ederler. Bu eğilim finansal kırılganlık düzeyini artırır. Ulusal paranın aşırı değerlenmesi nedeniyle gündeme gelecek bir devalüasyon uygulaması, ulusal firmaların borç yükünü artırır. Öte yandan, devalüasyon uygulamasından sonra firmaların ulusal para cinsinden ifade edilen varlıklarının değerinde eş anlı bir artış ortaya çıkacağını iddia etmek doğru değildir. Sonuç olarak, firmaların hem bilançoları tahrip olacak hem de net servetleri azalacaktır. Dolayısıyla borç geri ödeme güçlerinde ciddi bir düşüş ortaya çıkacaktır.¹³⁷

Mali açığın finansmanı için emisyonla giden ve sabit kur sisteminde parasını korumaya çalışan hükümetler resmi rezervlerin tükenmesi, büyük miktarlarda borçlanma ve yurtiçi kredilerde bir genişleme sorunlarıyla karşılaşabilirler. Hükümetlerin ekonomik anlamda faaliyetlerini kısıtlamaya gitmesine paralel olarak sabit kur sistemini sürdürememesi nedeniyle ödemeler bilançosu krizi kaçınılmaz hale gelir. Yani bir ülke döviz kurunu sabitlediğinde, spekülasyon atakları ile birlikte bu kurdan resmi rezervler tedricen azalmaya başlar. Daha sonra rezervlerin eşik noktasında rezervleri tamamen tüketen ani bir spekülasyon atak başlar. Bu noktada hükümet kuru sabit tutma yetisini kaybeder ve sabit kur sistemini terk eder.¹³⁸

Dezenflasyon politikalarının resesyonist etkilerinin zamanlaması nominal çapalar arasında ki farklılıkta görülmektedir; parasal hedefleme stratejilerinde

¹³⁶ Frederic S. Mishkin, "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes", **Journal of Monetary Economics**, (43) 1999, s:582

¹³⁷ Mishkin, a.g.e., 1999, s:584-585

¹³⁸ Paul Krugman, "A Model of Balance of Payments Crises", **Journal of Money Credit and Banking**, 11(3), 1979, s:311-312

resesyonist etki daha erken kendini hissettirmekteyken, döviz kuru hedeflemesine dayalı stratejilerde bu etki daha geç ortaya çıkmaktadır.¹³⁹

1.2.2. Parasal Hedefleme Stratejisi

Parasal hedefleme, enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla, belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin artış oranının hedef olarak belirlenmesidir. Parasal hedefleme stratejisinin tercih edilmesi, para arzı değişkeninin yetkili para otoritelerince kısa süre içerisinde yönlendirilebileceği gerekçesine dayanmaktadır. Para politikası araçları vasıtasıyla para arzının iktisadi konjoktüre uyumlu bir şekilde ayarlanması, yeterli gelişmişlik düzeyine sahip para ve sermaye piyasalarının varlığı halinde mümkündür.¹⁴⁰

Parasal hedeflemeye dayalı istikrar programı uygulayan ülke deneyimlerini inceleyen çalışmaların ulaştığı bazı önemli sonuçlar, aşağıdaki noktalarda toplanabilir:¹⁴¹

- Enflasyonun para arzı artış hızına yaklaşması yavaş bir seyir izler.
- Ulusal para aşırı değeri.
- Programın başlangıç döneminde iktisadi faaliyet hacminde daralma eğilimi ortaya çıkar. Programın uygulamaya konulması ile birlikte, kısa dönemde, reel GSYİH’da, tüketim ve yatırım harcamalarında keskin düşüşler ortaya çıkabilir.
- Reel ulusal faizlerde artış eğilimi gözlenebilir.

Parasal hedefleme stratejisinin uygulanabilmesi için enflasyon ile hedef olarak seçilen parasal gösterge arasında güçlü ve öngörülebilir bir ilişkinin olması şarttır.¹⁴² Paranın ölçümü konusunda çeşitli potansiyel zorluklar vardır: Son yıllarda finansal alanda yaşanan gelişmeler ile birlikte finansal araçların sayısı sürekli artmaktadır. Ancak, hangi finansal aracın paranın ölçümünde değerlendirmeye alınacağı konusunda

¹³⁹ Calvo ve Végh, **a.g.e.**, s:19

¹⁴⁰ Erdoğan, **a.g.e.**,s:39

¹⁴¹ Calvo ve Végh, **a.g.e.**, s:18

¹⁴² Frederic S. Mishkin ve Miguel A. Savastano, “Monetary Policy Strategies for Latin America”, **Journal of Development Economics**, Sayı:66 2001, s:424

ekonomistler arasında tam bir fikir birliği oluşmuş değildir. Bu noktada iki görüş ön plana çıkmıştır. Birinci görüş işlem yaklaşımını benimseyerek, paranın değişim işlevinin ön planda tutulmasını önermiştir. İkinci görüş, likidite yaklaşımını tavsiye etmektedir. Bu yaklaşım, paranın değer saklama işlevi üzerinde odaklanmaktadır. Paranın ölçümü konusunda tam bir uzlaşmanın olmaması, ara hedef seçiminde ciddi zorluklara yol açmaktadır. Paranın ölçümü konusunda hangi yaklaşımın benimseneceğini, merkez bankasının amaçları belirler. Ne var ki, bu konuda da çok kesin ve sürdürülebilir bir ölçüt saptamak her zaman mümkün değildir. Örneğin reel gelir ve fiyat düzeyi gibi değişkenlerle tutarlı olması açısından, bazen M1'i bazen M2'yi bazen de diğer alternatif parasal büyüklükleri tercih etmek gerekebilir.¹⁴³

Döviz kuru hedeflemesi ile karşılaştırıldığında parasal hedeflemenin en önemli avantajı, parasal otoriteye diğer ülkelerden bağımsız bir enflasyon hedefi seçme olanağı sağlamasıdır, bunun yanında parasal hedefleme stratejisi, hasıla düzeyinde ortaya çıkan dalgalanmaları ve olası dışsal şokları gözetleyerek, para politikası uygulama şansını ortadan kaldırmaz. Ayrıca parasal hedefleme, tıpkı döviz kuru hedeflemesi gibi, kamuoyu tarafından kolaylıkla takip edilebilir bir stratejidir. Bu stratejiyi uygulayan ülkelerde parasal otoriteler tarafından genellikle iki üç haftalık dönemler itibariyle parasal büyüklükler açıklanır. Böylece, parasal büyüklüklerin fiili ve hedeflenen düzeyinin karşılaştırılması para politikasının yönelimine ve parasal otoritenin niyetine ilişkin kamuoyuna ve piyasalara sinyaller yollayabilir.¹⁴⁴

Bretton Woods Sisteminin çöküşünden 1980lerin başlarına kadar enflasyonla mücadelede parasal hedefleme stratejisinin önemli bir yeri olmuştur. Ancak, özellikle finansal yeniliklerin ortaya çıkması ve dolayısıyla para talebindeki istikrarın kaybolması bu stratejinin gözden düşmesine yol açmıştır. 1982 yılında parasal hedefleme stratejisini ilk terk eden ülke Kanada olmuştur. Bu stratejiyi terk etmenin gerekçesi olarak yukarıda ifade edilen, para talebindeki istikrarlı ilişkinin kaybolmasına işaret edilmiştir.¹⁴⁵

¹⁴³ Erdoğan, **a.g.e.**, s:42

¹⁴⁴ Mishkin ve Savastano, **a.g.e.**, s:424

¹⁴⁵ Çolakoğlu, **a.g.e.**, s:17-18

1.2.3. Enflasyon hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi, gelecek bir ya da birkaç yıl için nokta veya aralık olarak tanımlanmış bir enflasyon hedefinin belirlenerek kamuoyuna duyurulması olarak tanımlanan bir para politikası rejimidir. Enflasyon hedeflemesi, enflasyon oranını düşürmek için kullanılan bir yöntem değil, dezenflasyon sürecinin ardından ekonomide fiyat istikrarının izlenmesi ve kontrol altına alınması için çapa görevi gören bir hedefleme rejimidir.¹⁴⁶

Mishkine göre enflasyon hedeflemesi stratejisi, içinde beş temel unsuru barındıran bir para politikası stratejisidir:¹⁴⁷

- 1- Orta vadeli sayısal bir enflasyon hedefinin kamuya ilanı,
- 2-Para politikasının nihai amacının fiyat istikrarını sağlama, diğer hedeflerin de tali hedefler olduğuna ilişkin yasal taahhüt,
- 3- Politika araçlarının kullanımı kararlaştırılırken, parasal büyüklükler veya döviz kuru oranı değil, bunları da içeren kapsamlı bir enformasyon stratejisinin takibi, yani birçok parasal ve reel göstergeden faydalanılması,
- 4- Para otoritesinin planları, hedefleri ve kararları hakkında kamuoyu ve piyasalarla iletişim kurmak suretiyle para politikası stratejisinin şeffaflığını artırmak,
- 5- Enflasyon hedeflerine ulaşmak için merkez bankasının hesap verebilirliğini artırmak.

Döviz kuru hedeflemesinde ki katı döviz kuru çapası yerine dalgalı kur seçilirse o zaman kur istikrarı hedefi olmadığı için Merkez Bankası etkin bir para politikası uygulama imkanına kavuşur. Bir ülke dalgalı kur sistemini seçtiğinde, buna uygun bir para politikası seçmelidir. Genellikle de en uygun gözüken para politikası enflasyon hedeflemesi olmaktadır. Çünkü kurdaki değişimler gelecek enflasyona ilişkin bir işaret olmakta ve amaçlanan enflasyona göre parasal genişleme/daralma sağlanmaktadır. Bu nedenle ülkeler ya çok katı çapalar ya da dalgalı kur ve enflasyon hedeflemesi arasında bir tercih yapmak durumundadırlar. Bu tercih ekonominin genel özelliklerinden yola

¹⁴⁶ Tutar, **a.g.e.**, s:1

¹⁴⁷ Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", **NBER Working Paper Series, Working Paper 7618**, Mart 2000, s:1-2

çıkılarak yapılacaktır. Mesela geçmiş dönemlerinde hiper ve/veya kronik enflasyon tecrübesi bulunan ülkeler için katı çapalar bir çözüm yolu olamaz. Fischer'e göre bu ülkeler serbest kuru ve onun gerektirdiği para politikasını tercih etmelidirler. Eğer ülkenin bir güvenilirlik sorunu varsa (lack of credibility) ve aynı zamanda sermaye hareketlerine açık bir ekonomiyse bu ülkede dalgalanma korkusu yaşanmaktadır. Bunun nedeni dalgalı kur uygulayan gelişmiş ülkelerde kurdaki oynaklık ve sermaye hareketlerinin son derece düşük olmasına rağmen, gelişmekte olan ülkelerde bu iki göstergenin son derece oynak olması ve ciddi finansal krizlere yol açmasıdır.¹⁴⁸

Enflasyon hedeflemesine geçecek ülkede belirli önkoşulların sağlanmış olması gerekmektedir. Bu önkoşullar, merkez bankası bağımsızlığı, merkez bankasının sadece enflasyon hedefine yönelik bir taahhüdünün bulunması, hesap verebilirlik ve şeffaflık, mali baskınlığın olmaması, güçlü mali piyasaların varlığı ve para politikası araçları ile enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin bulunması olarak belirlenmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerin söz konusu koşulları sağlamaya yönelik iki önemli sorununun olduğu sonucuna varılmıştır: Yüksek miktarda sermaye hareketleri nedeniyle merkez bankasının döviz piyasasına sık sık müdahale etmek zorunda kalması ve dolarizasyona maruz kalmış bu ülkelerde para politikası uygulamalarının enflasyon hedefi üzerindeki etkisinin sınırlı kalması sebebiyle para politikasının etkin olamaması.¹⁴⁹

Son yıllarda birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke bu stratejiyi uygulamaya başlamıştır. Söz konusu ülkelerin para politikasının şeffaflık düzeyini artırarak ulaştıkları düşük enflasyon performansı, enflasyon hedeflemesinin görece olarak başarılı bir parasal strateji olarak görülmesine yol açmıştır.¹⁵⁰

¹⁴⁸ İnan, **a.g.e.**, s:42-43

¹⁴⁹ Tutar, **a.g.e.**, s:5-6

¹⁵⁰ Erdoğan, **a.g.e.**, s:35

2. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ

Döviz kuru sistemleri üzerine olan literatür, alternatif uygulamaların gerektirdiği "kredibilite" ve "esneklik" kavramları arasındaki tercih üzerinde önemle durmaktadır. İki uç örnek üzerinde durulursa; tam esnek kur sisteminde Merkez bankası müdahalesi en aza indirgenmekte ve bağımsız para politikası uygulamasına olanak tanınmaktadır. Bu sistem döviz kuru değişimleri ile içsel ve dışsal şokların gerektirdiği ayarlamaların hemen tümünü yansıtmaktadır. Sistemin getirdiği esnekliğin maliyeti daha yüksek enflasyon ve kredibilite kaybıdır. Diğer uç örnek olan sabit kur sistemi ise uygulamada daha yüksek kredibilite ancak daha az esneklik sağlamaktadır. Sistemden çıkış yapılmadığı sürece gerçekleşen makroekonomik disiplin olumlu beklentiler yaratacak ve enflasyon oranı daha düşük seviyede gerçekleşebilecektir.¹⁵¹ Bu iki sistemin avantajlarının yanında dezavantajları da bulunmaktadır.

Sabit kur sisteminin avantajları:¹⁵²

- Kur Riskinde Azalma: Beklenen kura ilişkin bir bilgi sağladığı için kur riskini azaltır. Bunun sonucu olarak yabancı yatırımlar ve uluslararası işlemler artar.
- Uluslararası Piyasalara Giriş: Azalan belirsizlik dolayısıyla sadece yabancı yatırımların gelişini değil, yerel ekonomik birimlerin uluslararası piyasalara girişini de kolaylaştırır.
- Faiz Oranlarında Düşüş: Azalan belirsizlik hem içeride faizleri, hem de dış borçlanmada risk primini düşürür.
- Parasal Şoklara Direnç: Para arzındaki beklenmedik değişimlerin kur üzerindeki etkilerini nötralize eder.

¹⁵¹ K. Azim Özdemir ve Gülbin Şahinbeyoğlu, "Alternatif Döviz Kuru Sistemleri", **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, Eylül 2000, s:1

¹⁵² İnan, a.g.e., s:38-39

Sabit kur sisteminin dezavantajları:

- **Güvenilirlik:** Sabit kurun taşınabileceğine ilişkin güven önemlidir. Bu güven zedelendiğinde ekonomi krizlere açık bir hal alır ve krizler de gerçekleştiğinde çok maliyetli olur.
- **Bağımlı Para Politikası:** Yerel paranın sabitlendiği yabancı ülkenin parasal politikalarından doğrudan etkilenme şeklinde ortaya çıkar. Bağlı olunan para cinsinin değerindeki ani değişimler ekonomiyi bir bütün olarak etkiler. Ayrıca, kur istikrarı hedefi olduğu için bağımsız bir para politikası uygulamak son derece güçleşir.
- **Şoklar:** Dış şoklara ve reel kesimden kaynaklanan iç şoklara karşı sabit kur rejimleri son derecede kırılgandır.
- **Cari İşlemler:** Yerel paranın değeri reel bazda artacağı için ihracatta azalma, ithalatta artış beklenir. Bu durum, cari işlemlerin açık vermesine neden olur.

Dalgalı kur rejiminin avantajları:

- **Dışsal/Reel Şoklara Karşı Direnç:** Dalgalı kur rejimlerinin en önemli avantajları dışsal şoklara ve reel sektörden gelen şoklara karşı dirençli olmasıdır. Kur tamamen serbest olduğu için etkin işleyen bir döviz piyasasında kurlar yeni oluşan durumlara ve özellikle de şoklara hızla ve tam olarak uyum sağlarlar.
- **Dış Ticarete Rekabet:** Dalgalı kur rejimlerinin bir diğer avantajı dış ticarete kurun değerlendirilmesine bağlı bir rekabet kaybının yaşanmaması, dolayısıyla ödemeler dengesi açısından bir sorun ortaya çıkmamasıdır.
- **Bağımsız Para Politikası:** Kur istikrarı bir hedef olarak alınmadığı için merkez bankasının daha etkin bir para politikası yürütme şansı bulunmaktadır.

Dalgalı kur sisteminin dezavantajları:

- İthal Enflasyon: Serbest kur politikasında dış ülkelerdeki enflasyon kur yoluyla ithal edilir.
- Ticari ve Finansal İşlemleri Azaltabilir: Serbest kura bağlı olarak hem risk, hem de ekonomideki birimlerin risk algısı artacaktır. Bu nedenle risk primleri yükselir ve hem ticari hem de finansal işlemlerde azalış olabilir.
- Kur Riskine Bağlı Tahribat: Serbest kura geçildiğinde açık pozisyonda bulunan firma ve bankalar kurun olası bir yükselmesinde büyük ölçüde zarar görürler.

Tam esnek ve sabit kur sistemi, iki uç döviz kuru sistemi uygulamasını oluşturmaktadır. Ama uygulamada, günümüzde olduğu gibi döviz kuru belirlenirken genellikle bu iki sistem arasında çeşitli yöntemler tercih edilmektedir.

2.1.Serbest Dalgalanma

Serbest dalgalanan kur sisteminde ülke parasının değeri piyasa tarafından belirlenmektedir. Döviz piyasasına yapılan müdahaleler kurların istenilen düzeyde oluşmasını sağlamak yerine, bu piyasadaki gereksiz dalgalanmaları önlemek ve değişimleri daha ılımlı hale getirmek için yapılmaktadır. Bu sistemde para politikası daha etkin hale gelmekte ve ülkenin tutması gereken uluslararası rezerv miktarı azalmaktadır. Diğer bir avantaj ise dışsal şokların ilk etapta nominal kurlar tarafından emilmesi sonucu ülke içindeki istikrara olumlu katkıda bulunmasıdır. Serbest dalgalanan döviz kuru sisteminden kaynaklanan olumsuzluk ise dış ekonomik ilişkilerde belirsizlikleri ve riskleri artırması nedeniyle kaynak dağılımını olumsuz etkilemesidir. Ayrıca para politikası için nominal çapa özelliğini taşıyabilen döviz kuru bu özelliğini kaybettiğinden, serbest dalgalanan kur sistemi enflasyona elverişli bir sistem haline gelebilmektedir.¹⁵³

¹⁵³ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.**, s:2

Bu sistem hem sabit kur sistemine hem de kontrollü dalgalanmaya göre çok daha değişken bir döviz kuruyla sonuçlanırken, ekonomide ki beklenmedik şoklar döviz kuruna doğrudan yansıdığı için rezervlerde, nominal ve reel faizlerde ve fiyatı uluslararası piyasalarda oluşan mal fiyatlarında azalan bir değişkenlik getirmektedir.¹⁵⁴

2.2.Gözetimli Dalgalanma

Bu kur sisteminde parasal otorite döviz kurlarına müdahale etmekle birlikte, bu müdahaleler önceden belirlenmiş kurallara göre yapılmamaktadır. Parasal otorite bu müdahaleleri, kendi karar alma mekanizmasını bir takım ekonomik göstergeler doğrultusunda o an için iyi olduğunu düşündüğü bir şekilde çalıştırarak gerçekleştirmektedir. Önceden açıklanmış kurallara bağlı olarak yapılmayan bu müdahaleler, ülke ekonomisinin hareket alanını genişletmektedir. Ayrıca bu şekilde yönlendirilebilen kurlarla, serbest dalgalanan kur sisteminin yol açtığı bir takım risk ve belirsizlikler azaltılabilmektedir. Diğer yandan kurallardan yoksun bu tür müdahaleler ekonomiler genelinde düşünüldüğünde birbirleriyle çelişen yönleri olabilmektedir. Kurların gözetimli bir şekilde dalgalandığı bir ekonomide, yapılan müdahaleler sonucu elde edilmeye çalışılan ekonomik yararlar diğer ülkelerin bundan olumsuz etkilenmesi sonucu oluşuyorsa bu sistem "kirli dalgalanma" olarak adlandırılmaktadır.¹⁵⁵

Gözetimli dalgalanma sisteminde, para otoriteleri döviz kurlarının uzun dönem trendini etkilemeye teşebbüs etmeksizin kısa dönemli dalgalanmalarını giderme sorumluluğunu döviz piyasalarına emanet etmiştir. Bunda kazançlı olduğu takdirde ülke bir yandan sabit kur sisteminin yararlarının bir çoğundan yararlanırken öte yandan ödemeler bilançosu dengesizliklerinin ayarlanmasında esnekliği muhafaza edecektir. Kısa vadede yabancı döviz talebinde ve arzında bir artış olduğunda bu durum para otoritelerince döviz rezervlerinden karşılanmakta ve absorbe edilmektedir. O halde gözetimli dalgalanma sisteminde uluslar arası rezervlere bir gereksinim vardır.¹⁵⁶

¹⁵⁴ C.Bülent Aybar, "Yeni Kur Politikası: Ne Tür Bir Dalgalanma?", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 181, Nisan 2001, s:58

¹⁵⁵ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.**, s:2-3

¹⁵⁶ Parasız, **a.g.e.**, s:547

2.3.Aralık İçinde Dalgalanma

Bu sistemde döviz kurları belirlenen aralık içinde serbestçe dalgalanır. Aralık içindeki bu dalgalanma ise esnekliği ve istikrarı beraberinde getirir.¹⁵⁷

Bu tür bir sistemde, kurların belirlenen bir aralık içinde serbestçe dalgalanmasına izin verilmektedir. Serbest dalgalanan ve sabit kur sisteminin bir birleşimi gibi algılanabilecek bu kur sistemi esnekliği ve istikrarı beraberinde getirir. Merkez parite olarak belirlenen aralığın ortalama değeri kurlara bir belirlilik kazandırırken, kurların bu aralık içinde dalgalanabilmesi dışsal şokların etkisini azaltmaktadır. Bu sistemde aralığın belirlenmesi bir problem niteliğini taşımaktadır. Çok dar belirlenen aralık istikrarsızlığı ve spekülasyonu beraberinde getirebilmektedir. Ayrıca bu aralığın sürdürülebilir olması bu sisteme güven için şarttır. Devamlı ayarlanan aralık beklenen faydaları yok edebilmektedir.¹⁵⁸

Bu sistemde döviz kuru belirlenen bant içinde döviz arz ve talebi tarafından belirlenmekte, döviz kurunun bant dışına çıkması resmi müdahalelerle engellenmektedir. Bu sistemin avantajı, para otoritelerinin sürekli olarak döviz piyasasına müdahalesine gerek bırakmaması, ancak döviz kurunun belirlenen bantın dışına çıkması durumunda müdahale edilmesidir. Böylece sabit kur sistemi sabit kurun etrafında belli ölçüde esneklik unsurları içermektedir. Teknik olarak, ülkeler paraları için dalgalanma bandını genişleterek döviz kurlarının belirlenmesini giderek daha fazla piyasa güçlerine bırakabilirler. Böylece resmi müdahale gereksinimi giderek azalır.¹⁵⁹

2.4.Kaygan Aralık

Kaygan aralık sisteminde, bir önceki sistemden farklı olarak, aralığın ortalama değeri (merkez kur) sabitlenmemiştir. Bu ortalama değer belli olmayan sürelerle ayarlanmaktadır. Genelde yüksek enflasyon gözlenen ekonomilerde uygulama alanı

¹⁵⁷ Sedat Yetim, "Kur Bandları, Para Politikası ve Türkiye İle Meksika Krizleri", **Hazine Dergisi**, Sayı:7 Temmuz 1997, s:105

¹⁵⁸ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.**, s:3

¹⁵⁹ Parasız, **a.g.e.**, s:546-547

bulan bir sistemdir. Ayarlanabilir merkez kur sayesinde kurun olası aşırı değeri engellenmektedir. Fakat kaygan kur sisteminde ayarlama süresinin ve sıklığının bilinmemesi piyasalarda belirsizlik yaratabilmektedir.¹⁶⁰

2.5.Yönlendirilmiş Sabit Aralık

Yönlendirilmiş sabit aralık sisteminde, ülke parasının değeri önceden açıklanmış sabit bir değer etrafında belirli limitler içinde dalgalanmaktadır. Fakat esas alınan sabit değer seçilmiş ekonomik göstergeler ve özellikle ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak ayarlanabilmektedir. Uygulamada aralık sistemi yönlendirilmiş sabit parite sistemi ile karşılaştırıldığında daha esnek bir yapıya sahiptir. Yönlendirilmiş sabit aralık sistemin alışılmış sabit kur sistemlerinden farkı, sabit kur üzerinde bir baskı oluştuğunda, gerekli ayarlamaların bir anda değil belirli aralıklarla ve sıklıkla yapıyor olmasıdır. Ayrıca bu ayarlamalar arasında belirlenen limitler içinde dalgalanmasına da izin verilmektedir. Yapılan bu ayarlamalar sayesinde, diğer sabit kur sistemlerinde gözlenen ve beklentiden kaynaklı spekülasyon hareketleri engellenebilmektedir. En büyük olumsuzluk ise faiz politikasının kurları destekleme zorunluluğudur. Bu nedenle faizler ekonominin gerekleri doğrultusunda istenildiği gibi kullanılamamaktadır.¹⁶¹

Sürünen paritelerde nominal döviz kuru dar bir aralık içinde dalgalanmakta ve periyodik olarak belli göstergelere göre ayarlanmaktadır. Genellikle geçmiş dönem enflasyon farklılıklarına göre ayarlama yapılmaktadır.¹⁶²

2.6.Yönlendirilmiş Sabit Parite

Bu kur sisteminde ülke parasının değeri sabitleştirilmiştir. Ancak bu sabit değer, aynı yönlendirilmiş sabit aralık sisteminde olduğu gibi, o ülkenin seçilmiş ekonomik göstergelerine ve özellikle ödemeler dengesindeki gelişmelere bağlı olarak ayarlanabilmektedir. Bu sistem yönlendirilmiş sabit aralık sistemi ile karşılaştırıldığında

¹⁶⁰ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, a.g.e., s:3-4

¹⁶¹ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, a.g.e., s:4

¹⁶² Aydan Kansu, **Döviz Kuru Sistemleri, Döviz Krizleri, Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, (İstanbul: Derin Yayınları, 2004), s:30

daha katı bir yapıya sahip olmakla birlikte alışılmış sabit kur sistemleri ile karşılaştırıldığında, bu sistemlerden farklı olarak sabit kur üzerinde bir baskı olduğunda, yine gerekli ayarlamaların bir anda değil belirli aralıklarla ve sıklıkla yapılıyor olmasıdır. Bu nedenle bu sistem, yönlendirilmiş sabit aralık sistemin avantajlarını ve dezavantajlarını beraberinde getirmektedir. Bunlara ek olarak, aralığın olmaması nedeniyle belirsizlikler daha aza indirgenmiştir.¹⁶³

2.7.Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi

Ayarlanabilir kur sisteminde de döviz kuru ve dalgalanma aralığı belirlenir. Ancak duruma göre belirlenen döviz kuru periyodik olarak değiştirilecektir. Ödemeler bilançosu açıklarını gidermek için para devalüe, ödemeler bilançosu fazlalarını gidermek için para revalüe edilecektir. Bretton woods sistemi aslında, temel dengesizliklerle karşılaşıldığında döviz kurunun değiştirilmesine izin veren ayarlanabilir sabit kur sistemidir. Temel dengesizliğin ne olduğu açıkça tanımlanmamaktadır. Bununla birlikte birkaç yıl süren büyük cari ya da potansiyel açık ya da fazlanın yaşandığı durum temel dengesizlik olarak düşünülebilir.¹⁶⁴

Bretton Woods sistemi olarak bilinen bir sistemdir. Bu sistemde kur sabit olmakla birlikte parasal otorite süresiz bir şekilde bu kuru sürdürmek zorunda değildir. Belirlenen kur uygulanan ekonomik politikalarla tutarsızsa arzu edilen yönde değiştirilebilmektedir. Bu sistem dış ticaret üzerindeki kur belirsizliğini azaltarak ekonomik istikrara katkıda bulunur. Diğer yandan olası bir ayarlama beklentisi (devalüasyon) yoğun spekülasyonlara yol açabildiğinden ekonomide kriz yaratmaya elverişli bir sistemdir.¹⁶⁵

2.8.Para Kurulu

Ülke parasının seçilecek olan yabancı bir para ile sabit kurdan değişimini öngören ve belirli yasal düzenlemeleri gerektiren bir sistemdir. Bu sistemde para

¹⁶³ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.**, s:4-5

¹⁶⁴ Parasız, **a.g.e.**, s:547

¹⁶⁵ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.**, s:5

otoritesi ülke parasını yalnız yabancı para girişi karşılığı basmaktadır. Ayrıca merkez bankasının parasal düzenlemeler ve son kredi mercii gibi geleneksel fonksiyonlarına son vermektedir Diğer yandan bu sistemin uygulanması kolay olmakla beraber para ve maliye politikalarının güvenilirliğini artırması, döviz kuruna istikrar kazandırması, faiz oranları birleştirmesi ve finansal derinliği artırması gibi faydaları da vardır. Bunun yanında bir takım maliyetler de getirmektedir. Para kurulu sisteminde bankalar daha duyarlı hale gelmekte, Merkez Bankası fonksiyonlarını kaybetmekte, mali politikalar üzerine sınırlama gelmekte ve nominal kurlar esnekliğini kaybetmektedir. Bu sistemin uygulanacağı ekonomide güçlü bir kamu finansmanı, sağlıklı bir finansal yapı ve yeterli miktarda döviz kaynakları gerekli görülmektedir.¹⁶⁶

Para kurulu sisteminde para basımı, %100 döviz karşılığında gerçekleşir. Para kurulu sisteminin uygulandığı ülkelerde, para basma yetkisini elinde bulunan otorite, yabancı para ile ulusal para arasındaki değişimi sabit bir orana bağlar. Para kurulu sisteminde sabit döviz kuru, yasal bir düzenlemeye dayanmaktadır. Bu sistemi uygulayan ülkelerde, parasal tabanın büyüklüğü çapa ülkesinin para politikası ve sermaye akışı tarafından belirlenir. Bu sistemde parasal otoritenin, para politikası üzerinde inisiyatif kullanması, ulusal para cinsinden ifade edilen varlıkları alıp satması, açık piyasa işlemlerini yönetmesi ve ulusal bankalara ya da hükümete ödünç vermesi söz konusu değildir. Dolayısıyla, döviz piyasasında gerçekleştirilen işlemlerin parasal etkilerini sterilize etme olanağı ortadan kalkmaktadır.¹⁶⁷

2.9.Tam Dolarizasyon

Bu sistemi uygulayan ülke parasal bağımsızlığına son vermekte ve başka bir ülkenin para birimini kullanmaktadır. Para kurulu sisteminin uç şeklidir. Parasal disiplini artırması nedeniyle güvenilirliği fazladır. Ayrıca istikrarsız bir döviz kurunun yol açtığı olumsuzlukları ortadan kaldırır. En önemli maliyetleri ise senyoraj gelirin kaybı, Merkez Bankasının son kredi mercii rolünü sınırlaması, ekonomiyi döviz kuru krizlerine karşı duyarlı hale getirmesidir.¹⁶⁸

¹⁶⁶ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.**, s:5-6

¹⁶⁷ Erdoğan, **a.g.e.**, s:35-36

¹⁶⁸ Özdemir ve Şahinbeyoğlu, **a.g.e.**, s:6

3. FİNANSAL YENİLİKLERİN PARA POLİTİKASI ÜZERİNE OLASI ETKİLERİ

Teknolojik gelişmeler ve paranın evrim sürecinde meydana gelen değişimler, bu değişimlerin para politikasını etkileyip etkilemeyeceği konusunda tartışmaların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Para politikasına bir etki olacaksa bu etkinin ne denli güçlü bir etki olacağı ve etkileme derecesi de ayrı bir tartışma konusudur. Para politikası ile ilgili düzenlemelerde merkez bankası, ödemeler sisteminin yürütücüsü ve para arzının monopol gücünü elinde bulunduran bir kurum olarak rol almaktadır.¹⁶⁹

Yeni dönemde ulusal finansal piyasalarını küresel finansal piyasalardan ayrı olarak değerlendirme olanağı ortadan kalkmıştır. Finansal entegrasyon, aynı zamanda ulusal ekonomiler arasındaki karşılıklı bağımlılığı da artırmıştır. Bu durum bütün ekonomilerin dışsal tehditlere karşı duyarlılığını artırmaktadır. Bir ülkede ortaya çıkan olumsuz gelişme, söz konusu ülkenin gelişmişlik düzeyine bağlı olarak, bütün ekonomileri farklı boyutlarda da olsa etkilemektedir. Uygulanmakta olan döviz kuru rejimine bağlı olarak, finansal varlık fiyatları, ticarete konu olan mal - hizmet miktarı ve faiz oranları belirli bir uyum içerisinde hareket etmektedir. Ulusal ekonomiler arasındaki bağımlılık düzeyinin artması, mal, hizmet ve menkul değerlerin ikame esnekliğini artırmıştır. Artan küresel entegrasyon eğilimleri, ulusal para politikalarının titizlikle uygulanmasını zorunlu kılmıştır. Çünkü para politikasındaki değişiklikler sonucunda, hızlı sermaye kaçışının yanı sıra, döviz kurlarında çok keskin dalgalanmalar söz konusu olabilmektedir.¹⁷⁰ Finansal entegrasyonun artması ve sermaye hareketlerinin dünya ölçeğinde serbestleşmeye başlamasıyla yatırımcılar kendilerini risklere karşı korumak istemişler ve teknolojik gelişmenin de yardımlarıyla yeni finansal ürünler ortaya çıkmıştır.

Türev ürün olarak adlandırılan finansal yeniliklerin, merkez bankası işlem türlerinde ve politikalarında değişime yol açtığını söylemek mümkündür. Sermaye

¹⁶⁹ Benjamin M. Friedman, "The Future of Monetary Policy: The Central Bank As an Army With Only a Signal Corps", **NBER Working Paper**, 1999, s:25

¹⁷⁰ Manuel H. Johnson, "The New Economy: Implications for Monetary Policy", <http://www.cato.org/events/money/papers/johnson.pdf> , s:2-3 Erişim Tarihi: 26.05.2006

hesaplarının serbestleştigi ve türev ürünlerini kullanıldığı ülkelerde, döviz portföyü oluşturan ve işleten bankların yurtiçi piyasalardaki sığlığın dışına çıkacağı kesindir. Bu durumda bankalar hem yerel para hem de döviz üzerinde etkin kararlar alarak karını bu piyasalarda yapacağı çift taraflı işlemlerle arttırmaya çalışacaktır. Bu işlemlerin hacim olarak artması bir ülkenin para piyasalarının gelişmiş olduğunun bir göstergesidir. Ancak piyasa hacmi genişlese bile piyasaya da ki katılımcı sayısı az ise burada mali derinleşmeden söz edilemez ve sığ olan piyasalarda da risk yüksek olmaktadır. Mali araç çeşitliliği olmayan ve derinleşmemiş piyasaların var olduğu ülkelerde merkez bankalarının yerel paraya dayalı portföy yönetimi zorlaşmaktadır. Bunun nedeni dövize bağlı portföy oluşturan bankaların yurt dışından sağladıkları dövizli merkez bankasına satarak, reel faiz oranı farklarından para kazanma isteğidir. Bu durumda para piyasalarında döviz arzı artar ve yerel paranın aşırı değerlenmesine neden olunur. Ayrıca yurt dışından alınan kredilerle sağlanan dövizlerin ödeme zamanları geldiğinde para piyasalarında oluşacak ani döviz talepleri, bu kez döviz kurlarında yerel para aleyhine değişmelere neden olur ve yerel para değer kaybederken döviz değer kazanır. Bu durumda döviz fiyatları istenmeyen bir şekilde dalgalanma gösterir ve döviz kuru riski artar. Artan döviz kuru riski devalüasyon beklentisi ile ithal taleplerinin öne alınmasına ve beklenmeyen paralel piyasa devalüasyonlarının oluşmasına yol açar.¹⁷¹

Teknolojik gelişme sürecinde elektronik para ve kredi kartı gibi, ekonomik birimlerin nakit para gibi kullanabildiği finansal yenilikler ortaya çıkmıştır. Bazı iktisatçılar elektronik para ve kredi kartı kullanımının merkez bankalarının uygulamakta olduğu para politikası araçlarına olan etkilerini incelemeleri gerektiğini düşünmektedirler. Para benzerlerinin tamamen banknotların yerini aldığı durumlarda bile, merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarını etkilemeye devam edebileceğini düşünenler yanında, para tabanında büyük bir paya sahip emisyonun yerine geçecek bu paranın politikaları etkileyebileceğini düşünenlerde vardır.¹⁷²

¹⁷¹ Ernur Demir Aban, “Merkez Bankaları ve Türev Piyasa Riskleri”, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, Ankara 2002), s:57-58

¹⁷² Pelin Neval Tuncer, “Elektronik Paranın Banknot Kullanımına Olası Etkileri”, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Emisyon Genel Müdürlüğü, Ankara 2004), s:42-43

Elektronik para kullanımının yaygınlaşması ve nakit paraya olan talebin azalması sonucu, merkez bankalarının emisyon işlemleri ve buna bağlı olarak devletin senyoraj gelirleri azalacaktır.¹⁷³ Teknolojik yeniliklerle birlikte elektronik ödeme sistemin yaygınlaşması senyoraj gelirlerinin görece olarak azalmasına yol açsa da, bireylerin nakit talebi tamamen ortadan kalkmaz. Nakit talebi tamamen ortan kalksa bile merkez bankasının faizleri belirleme gücü yok olmaz.¹⁷⁴ Para tabanının büyük bir kısmının emisyondan oluşması nedeniyle, elektronik paranın basılı payı tamamen ikame etmesi ve yerini alması durumunda ülkelerin parasal tabanlarında önemli daralmalar meydana gelecektir.¹⁷⁵

Elektronik para ile ilgili gelişmelerin para politikasının stratejisinde, hedeflerde ve paranın dolanım hızında değişiklikler yaratması beklenmektedir. Elektronik paranın ödeme sistemine girmesiyle alıcı ve satıcı arasındaki ilişki daha çok tüketici-tüketici bazlı bir hal almaktadır. Böylece likiditenin daha hızlı dolanımı gerçekleşmiş olur. Dijital paranın kullanılması uluslar arası ödemelerde etkinliği arttırabilir ancak bu etkinliğin parasal sistemin etkinliğini bozması da söz konusu olabilir. Örneğin, paranın dolanım hızında yaşanacak değişimler parasal değişkenlerin hedef veya gösterge değeri olarak etkinliğini azaltabilir.¹⁷⁶

Elektronik bankacılıktaki gelişmelerin para politikasının etkililiği açısından ortaya çıkardığı sorunlar, aşağıdaki noktalarda toplanabilir:¹⁷⁷

1. Elektronik bankacılık faaliyetlerindeki gelişmeler, hane halkı ve firma kararlarının sadece merkez bankasının finansal operasyonlarından etkilenmemesine yol açar. Bu durum, para politikasının enflasyon ve iktisadi aktiviteleri etkileme gücünü tehdit eder.

¹⁷³ Tuncer, a.g.e., s:56

¹⁷⁴ Charles A.E.Goodhart, “Can Central Bank Survive The IT Revolution”, <http://www.worldbank.org/research/interest/confs/upcoming/papersjuly11/goohart.pdf> , s:3 Erişim Tarihi: 02.05.2007

¹⁷⁵ Şule Şenel Tabak, “Elektronik Para ve Merkez Bankacılığı” , (Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara 2002), s:44

¹⁷⁶ Tabak, a.g.e., s:37

¹⁷⁷ Seyfettin Erdoğan, “İktisat Politikası Uygulamaları Üzerindeki Etkileri Açısından Yeni Ekonomi”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, s:2, 2004, s:41

2. Elektronik bankacılığın genişlemesi, finansal işlemlerin maliyetinin kayda değer düzeyde düşmesine yol açar. Dolayısıyla finansal piyasalardaki faaliyetlerin ve sermaye akışkanlığının artması, ulusal para politikasının etkililik düzeyinin azalmasına yol açabilir.

3. Elektronik paranın yaygınlaşması, paranın dolanım hızının artmasına yol açarak, para ile fiyatlar arasındaki ilişkinin tahminini güçleştirir.

Teknolojik gelişmeler sonucu ortaya çıkan finansal yeniliklerden olan elektronik para ve kredi kartı kullanımı büyük kolaylıklar sağlamakta, sonuçta bireyler ve kurumlar arasında bu aktiflerin kullanımı yaygınlaşmaktadır. Bireyler taşıma ve kullanım kolaylığı nedeniyle nakit kullanma alışkanlıklarını bırakarak elektronik para ve kredi kartı kullanımına yönelmektedirler. Bu olayda dolaşımdaki para miktarının doğrudan etkilemektedir. Finansal alanda yaşanan hızlı gelişimin ortaya çıkardığı yeni finansal araçlar paranın tanımlanmasında karmaşaya yol açmaktadır. Bunun sonucunda standart para tanımlarının yanında yeni para tanımları ortaya çıkmıştır. Bugün için geçerli olan bir para tanımı çok kısa bir süre içerisinde geçerliliğini yitirmektedir. Politika yapıcılar hangi amaçla hangi para tanımını kullanacaklarını tahmin etmekte güçlük çekmeye başlamışlardır. Yaşanan bu gelişmeler tüm dünyada politika yapıcılar, finansal çevreler ve akademisyenler arasında para tanımları ile ilgili tartışmalar çıkmasına yol açmıştır.¹⁷⁸

Parasal büyüklüklerin tanımı finansal sistemde meydana gelen değişimlere bağlı olmak üzere değişir. Örneğin bankaların olmadığı bir ortamda para arzı dolaşımdaki paradan ibaret olacaktır. Sisteme bankalar da dahil olunca para arzının tanımı değişir. Vadesiz mevduatlar çek yoluyla doğrudan ve maliyetsiz olarak ödemelerde kullanılabilirdiğinden bunlar aynen nakit gibidir. Bu nedenle bu ikisini içeren M1 tanımı yapılmıştır. Vadeli mevduatlar ise istendiği an ödemelerde kullanılamaz. Bunları para olarak kullanabilmek için bankadan parayı çekmek gerekir. Bunu için de önceden ihbarda bulunmak gerektiği gibi faizden de vazgeçmeyi göze almak lazımdır. Ancak her şeye rağmen bunlarda ödeme gücü oluştururlar ve bu nedenle bunları içeren M2 para

¹⁷⁸ J.P.Aubry ve L.Nott, "Measuring Transaction Money in a World of Financial Innovation", **Annual Bank of Canada Conference**, 1999, s:29-30

arzı tanımlanmıştır. Repo işlemlerinden doğan sorumluluklardan gecelik olanlar M2'ye dahil edilirken vadeli repo işlemleri M3'e dahildir. Mali yeniliklerin bir kısım varlıklar bu üç parasal büyüklüğün de içine alınmayıp yeni ve daha kapsamlı bir para tanı yapılmıştır ki bu L-Likiditedir. L, M3'e ek olarak banka kabullerini, finansman bonolarını ve mevduat sertifikalarını da içerir.¹⁷⁹

Finansal yenilikler rezerv çarpanları ve para arzları üzerinde artırıcı bir etki yapmaktadır. Para talebinde meydana gelen azalma ve düşük munzam karşılıklı işlemler, rezerv çarpanını ve para arzlarını artırmaktadır. Finansal yenilikler bireylerin para talebinin ve aynı zamanda toplam varlıklar içerisinde düşük getirirli varlıkların payının da azalmasına yol açmaktadır. Finansal ürün ve süreçlerde yaşan hızlı değişim para talebinin istikrarsızlığını artırmakta ve para talebi tahmini güçleşmektedir. Gelişmiş ülkeler baz alınarak yapılan çalışmaların çoğu yeni finansal ürünlerin para talebi istikrarsızlığına sebep olduğunu ortaya koymuştur.¹⁸⁰ Ayrıca, para talebi ve finansal yenilikler üzerine yapılan çalışmalarda para talebinin kısa vadeli davranışının uzun vadeli davranışına göre daha fazla istikrarsızlık gösterdiğini ve tahmin edilmesinin daha güç olduğu vurgulanmaktadır.¹⁸¹

Finansal yeniliklerin para politikaları üzerine olası etkilerini şu şekilde özetlemek mümkündür;¹⁸²

- Finansal yenilikler maliyetlerde azalmaya yol açmakta ancak aynı zaman da bazı yenilikler farklı finansal aktifleri de elde tutmanın mutlak ve nisbi maliyetlerini artırmaktadır. Finansal yenilik olarak ortaya çıkan bazı finansal aktifler geleneksel değişim araçları ile yakından ilgilidir. Bunun en çarpıcı örneği finansal aktiflerin M1 ile ikame içerisinde olmasıdır. Aktiflerin ikame esnekliğinin yüksek olması sonucunda M1 para arzının faiz esnekliği artar.

¹⁷⁹ Kemal Yıldırım ve Doğan Karaman, **Makroekonomi**, (Eskişehir: 4.Basım, 2005), s:551-552

¹⁸⁰ M.A.Akhtar, "Financial Innovations and Their Implications for Monetary Policy: An International Perspective", **BIS Economic Papers**, No:9, Aralık 1983, s:36

¹⁸¹ O.Attanasio, L.Guiso ve T.Japelli, "The Demand for Money, Financial Innovation and The Welfare Cost of Inflation: An Analysis With Households", **Center for Studies in Economics and Finance Working Paper**, No:3, 2001, s:17-18

¹⁸² Tezer Öçal ve Ö. Faruk Çolak, **Finansal Sistem ve Bankalar**, (Ankara: Nobel Yayınları, 1999), s:278

- Para benzeri uygulamaların yaygınlaşması toplam talebi etkileyerek, para piyasası denge eğrisi LM'nin sağa kaymasına neden olacaktır.
- Finansal yenilik süreci paranın arz ediliş sürecini kendiliğinden değiştirebilmektedir. Bunun sonucu olarak da para otoritelerinin toplulaştırılmış parasal değişkenler üzerinde kontrol gücü değişmektedir

Teknolojik gelişme ve finansal yeniliklerle ortaya çıkan yeni dönemde, merkez bankalarına ödeme sisteminde bazı sorumluluklar düşmektedir. Merkez bankasına yeni ortamda düşen sorumluluk; etkinliği, güvenliği ve etkin parasal kontrolü aynı anda sağlamaktır. Merkez bankaları bu sorumluluklarını, piyasaları gözetim altında tutarak uyguladıkları para politikası ile gerçekleştireceklerdir. Ülkemizde de son yıllarda repo işlemlerinin hızlı bir şekilde artması bilanço içerisinde mevduat kalemlerinin payında bir azalma beklentisini yaratmaktadır. Finansal yeniliklerdeki hızlı artış; para arzı, para talebi ve aktarım mekanizmasında da değişiklikler yaratmaktadır. Para arzı tanımları değişmektedir. Para arzlarının alt kalemlerinin likiditelerine göre sınıflandırılması geçmişe göre çok daha zor hale gelmektedir. Piyasalarda ikincil piyasaların ortaya çıkması ve hızla gelişmesi ile vadelerin kısalması likiditeye göre para arzı sınırlarını belirlemede güçlükler yaratmaktadır. İkincil piyasaların gelişmesi ve vadelerin kısalması likit varlıkların geçmiş dönemlere göre hızlı bir şekilde artmasına sebep olmaktadır. Ayrıca repo gibi yeni ortaya çıkan yatırım araçlarının da para arzı tanımları içinde yer alma zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Finansal yenilikler rezerv çarpanları ve para arzları üzerinde arttırıcı bir etki yapmaktadır. Nakit yönetimi gereksinimleri paralelinde, finansal yenilikler bireyin para talebini azaltmakta ve aynı zamanda toplam varlıklar içerisinde düşük getirili varlıkların payının azalmasına yol açmaktadır. Tutulan para miktarının (para talebi) azalması ve düşük munzam karşılıklı işlemler mevcut koşullar altında (ceteris paribus) rezerv çarpanını ve para arzlarını arttırmaktadır. Yeni finansal ürün çeşitlenmesindeki artış, para istikrarsızlığını arttırmakta ve para talebi tahminini güçleştirmektedir.¹⁸³

¹⁸³ Kaplan, **a.g.e.**, s:12-13

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1980 YILINDAN GÜNÜMÜZ KADAR TÜRKİYEDE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

1. 1980-1989 DÖNEMİNDE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

1970’li yıllarda gerekli makroekonomik ve yapısal uyum politikalarını devreye sokmakta gecikilen ekonomimizde ulusal tasarruf ve yatırımlar arasındaki uçurum genişlemiş; ithalat, durgun ihracat karşısında hızla artarak cari işlemler dengesini bozmuş; bütçe açığı büyümüş; enflasyonda hızlı bir artış yaşanmış; Kamu İktisadi Teşebbüslerin dengesi çarpıcı bir şekilde bozulmuştur. Kamu ve dış ticaret açıkları özel yabancı sermaye ve rezervlerle finanse edilmeye çalışılmış; bu finansman şekli, dış borçların artmasına ve borçlanma yapısının bozulmasına neden olmuştur.¹⁸⁴

Bunların yanı sıra 1970’li yılların sonunda dış krediler kesilmiş ve 1979 yılında yaşanan petrol krizi Türkiye ekonomisinin arz-talep dengesini olumsuz etkilemiştir. Bu da hali hazırda yüksek seviyede bulunan enflasyonu körüklemiştir. Genişlemeci maliye politikasının sürdürülmesi ve kamu açıklarının yüksek oranlarda monetizasyonla kapatılmaya çalışılması enflasyon dinamiklerini olumsuz yönde etkileyerek makro ekonomik dengelerin daha da bozulmasına yol açmıştır. 1970’li yıllardan beri süregelen fiyat artışları, 1980 yılında üst düzeye ulaşmıştır.¹⁸⁵

1980 öncesinde Türkiye’de finansal piyasaların durumu şu şekilde özetlenebilir:¹⁸⁶

-Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındaydı, yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları çoğunlukla negatifti.

¹⁸⁴ Hazine Dergisi, “Cumhuriyetin 80. Yılı Özel Sayısı”, Ekonomik Araştırmalar Gen. Müd., s. 25.

¹⁸⁵ Funda Yurdakul, “Türkiye’de Enflasyon Sürecinde Yapısal Kırılmalar”, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, Ocak-Mart 2001, s. 150.

¹⁸⁶ Şükrü Binay, Kürşat Kunter, “Mali Liberalleşmede Merkez Bankası’nın Rolü (1980-1997)”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Aralık 1998, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper2.html> Erişim Tarihi: 23.05.2007,

- Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlamalar getirilmişti (kambiyo kısıtlamaları).
- Kişilerin portföylerinde döviz bulundurma olanakları yoktu.
- Merkez Bankası para politikasının oluşturulmasında tercihli krediler önemli yer tutmaktaydı. Tercihli kredi yolu ile birçok sektöre sübvansiyon sağlanmaktaydı.
- Kalkınmada öncelikli yörelere ucuz kredi sağlanmaktaydı.
- Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buradan elde edilen gelirler görece olarak daha fazla vergilendirilmekteydi. Aracılık hizmetinin maliyeti yüksekti.
- Kurumsallaşmış bir mali sistem yoktu.
- Yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına önemli kısıtlamalar getirilmekteydi.
- Şirketlerin yegane finansman kaynağı banka kredileriydi. Menkul kıymet piyasası olmaması nedeniyle şirketlerin, hisselerini satarak finansman sağlama olanakları yoktu. Pay sahipliği yolu ile çok ortaklı şirketlerin oluşması denenmiş, büyük başarısızlıkla karşılaşmıştı (işçi şirketleri).
- Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları görece olarak yüksekti.
- TL piyasası yok denecek kadar azdı.
- Şirket ve banka sahipliği iç içe geçmişti.

1980 yılı hem uygulanan ekonomi politikaları, hem de siyasal rejim uygulamaları açısından bir dönüm noktasıdır. 12 Eylül 1980 askeri darbesiyle rejim açısından bir dönemece girilirken, 24 Ocak 1980 Kararları ile ithal ikameci sanayileşme stratejisinden ihracata yönelik sanayileşme stratejisine geçilmiştir. 1980’lerde az gelişmiş ülkelerin borç krizinden kurtulmaları için başvurulmuş yapısal uyum politikaları içinde liberalleşme önemli bir yer tutmaktaydı ve Türkiye de 24 Ocak Kararları ile bu modeli tercih eden ülkeler arasına katılmıştır. 24 Ocak kararlarından kısaca bahsedecek olursak; Döviz alım ve satımı liberalleştirilmiş, döviz piyasası üzerindeki kontroller kaldırılmış, faiz oranları serbestleştirilmiş ve reel faiz politikası izlenmeye başlanmış, katı kambiyo kontrolü altında bulunan sabit kur sistemine esneklik kazandırılarak daha gerçekçi kur politikalarına dönülmüştür.

1980 yılında uygulamaya başlayan istikrar programının kısa ve uzun dönemli amaçlarına yönelik olarak, 1980 yılının temmuz ayında mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır. Konjonktürü izleyen bir kur politikasıyla birlikte uygulanacak olan pozitif reel faiz politikasının, bir yandan para talebini yükselterek fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olacağı, diğer taraftan da kaynak dağılımında bozuklukları düzelterek ekonomik büyümeye katkıda bulunacağı düşünülmüştür.¹⁸⁷ 1980-1982 döneminde, kamu kesimi finansman ihtiyacının istikrar programında öngörüldüğü şekilde azaltılmasına bağlı olarak, rezerv para artışı hedeflenen düzeyde tutulabilmiştir. Diğer taraftan, 1981 ve 1982 yıllarında reel faiz oranlarının yüksek pozitif değerlere ulaşması ve buna ek olarak Türk lirasının yabancı paralar karşısında reel olarak hızlı değer kaybı, para talebinin önemli ölçüde artmasına yol açmıştır. Parasal genişlemenin kontrol edilmesi ve para talebinin artırılması şeklinde uygulanan para politikası, 1981 ve 1982 yıllarında fiyat artışlarının yavaşlamasına büyük katkıda bulunmuştur.

1983 yılında ise, maliye ve para politikalarının gevşetilmesine bağlı olarak enflasyon hızının gerileme eğilimi tersine dönmüştür. Mevduat faiz oranları serbest bırakıldıktan sonra banker kuruluşlar, faiz oranlarını bankaların uyguladıkları faiz oranlarının çok üzerinde belirleyerek fonların büyük bir kısmını toplamışlardır. Bankerlik piyasasında faaliyet gösteren kuruluşların batması sonucunda aşırı mevduat çekişlerine maruz kalan bazı bankaların daralan likiditelerini kuvvetlendirmek için rezerv paranın hedeflenenin üzerinde artırılması zorunda kalınmıştır. Rezerv paranın genişlemesindeki diğer bir neden, reel olarak artan bütçe açığının finansmanı için Merkez Bankası kaynaklarına başvurulması olmuştur.

1984 yılında ödemeler bilançosunu iyileştirmek ve enflasyon hızını yavaşlatmak amacıyla yürürlüğe koyulan ekonomik program uyarınca sıkı para politikası uygulanmaya çalışılmış ve nominal faiz oranları önemli ölçüde yükselmiştir. Ancak, dış ticaret ve ödemeler sisteminin liberalleşmesi sonucu Merkez Bankası'nın dış varlıklarının beklenenden hızlı artmasına bağlı olarak, parasal büyüklükler 1984 yılında hızlı bir genişleme göstermiştir. 1984 yılının ikinci yarısında, para arzının hızını yavaşlatmak üzere bazı önlemler alınmıştır. Bu bağlamda, Merkez Bankası'nın verdiği

¹⁸⁷ Mehtap Kesriyeli, "1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri", **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 97/4**, Mart 1997, s:4-5

reeskont kredileri durdurulmuş, disponibilite oranı yüzde 10'dan yüzde 15'e yükseltilmiş, zorunlu karşılıkların yatırılmayan kısmına uygulanan cezai faiz oranları artırılmış ve bankaların merkez bankasına döviz satışlarını caydırıcı tedbirler alınmıştır.¹⁸⁸

Liberalizasyon sürecinin en önemli sonuçlarından biri kamu açığı finansmanının yönteminin değişmiş olmasıdır. 1980'lerden önce mali açıkların finansmanı TCMB tarafından doğrudan monetizasyon yoluyla gerçekleştirilmekteydi. 1985 yılına kadar, hükümetler mali açıkların finansmanı için menkul kıymet ihracı yapmamakta ve Hazine, TCMB tarafından kullandırılan yüksek miktarda kısa vadeli avans kullanımı gerçekleştirmekteydi. Sonuç olarak, para politikası büyük ölçüde mali politikaya bağımlıydı.¹⁸⁹ 1985'te başlayan Hazine ihaleleri ile Türkiye'de uygulanan ekonomi politikası önemli ölçüde değişmiş ve artan bütçe açıklarının büyük ölçüde iç borçlanma yoluyla finanse edilmesine başlanmıştır. Bunun nedeni ise bu dönemde, parasal genişleme olmazsa bütçe açığının borçlanma ile kapatılmasının enflasyona neden olmayacağı görüşünün hakim olmasıdır. Bu görüş doğrultusunda, hükümet için alternatif bir finansman kaynağı olan Hazinenin iç borçlanması 1985'de başlamıştır. TCMB finansmanından vazgeçilerek iç borç finansmanına müracaat edilmesi, genellikle hükümetlerin para arzı artışı yoluyla enflasyonu hızlandırmaktan kaçınması olarak açıklanmaktadır.¹⁹⁰

1986 yılı, para politikası yönünden bir geçiş döneminin başlangıç yılı olmuştur. Söz konusu geçiş döneminin özelliği, özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapısına doğrudan müdahale ile şekillenen para politikası yerine, toplam rezervlerin kontrolüne dayalı para ve kredi politikasının uygulanmaya başlanmasıdır. 1986 öncesi sistemde, para arzını kontrol mekanizması, özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapılarını ve harcamalarını doğrudan etkileyerek, özel sektörün kredi ve devletin borçlanma taleplerini kontrol etmeye yönelik olarak işlemekteydi. Kamu finansman gereğinin

¹⁸⁸ K.Batu Tunay, **Türkiye'de 1980-1995 Döneminde Para Politikalarının Gelişimi**, (İstanbul: Alfa Yayınevi, 1998), s:228-257

¹⁸⁹ Tutar, **a.g.e.**, s:35

¹⁹⁰ Oğuzhan Saçkan, "Genel Fiyat Düzeylerinin Belirlenmesinde Para ve Maliye Politikası Dominant Rejimler: Türkiye Örneği, 1988-2005", (**Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Emisyon Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs 2006), s:23

Merkez Bankası kaynaklarından karşılanması, para politikasını bütçe politikasına bağımlı kılmaktaydı. 1986 yılında benimsenen yeni sistemde Merkez Bankası, ticari bankaların Türk lirası cinsinden rezervlerini kontrol ederek hem faiz politikasının etkinliğini artıracak, hem de bankaların pasiflerinin kontrolü ile eşanlı olan para arzı kontrolü uygulamasına olanak bulacaktır. Bununla birlikte, Nisan 1986'dan başlayarak Bankalar Arası Para Piyasası (İnterbank) uygulamaya konulmuştur. Bu piyasa, rezerv fazlası ve ihtiyacı olan bankaları karşı karşıya getirerek rezerv yönetimini kolaylaştırmış, ayrıca Merkez Bankası'nın bu piyasayı faiz ve işlem hacmi olarak izlemesine ve para politikasını yönlendirmede gerekli sinyalleri almasına olanak sağlamıştır.¹⁹¹

Yıllık programdaki hedefler ve yeni para politikası çerçevesinde, para arzı ve bazı parasal büyüklüklerin 1986 yılı içerisindeki gelişmelerini tahmin etmek amacıyla ilk kez bir parasal program oluşturulmuştur. Bu parasal programda M2 para arzı artışı belirlenmiş ve bu artış ile reel faiz ve reel kur gibi değişkenler ilişkilendirilmiştir. 1986 yılı parasal programı, belli bir M2 artışı hedef olarak alındığında, bunu gerçekleştirecek rezerv para artışının ve dolayısıyla da Merkez Bankası net iç ve dış varlıklarının programlanmasına dayanmıştır.

1987 yılı, Merkez Bankası'nın klasik anlamda merkez bankacılığı işlevini yerine getirebilmesini sağlamak ve banka sisteminin toplam rezervlerinin kontrolüne dayalı para politikası uygulamasına geçişi hızlandırmak amacıyla kurumsal düzenlemelere hız verdiği yıl olmuştur. Bununla birlikte, Merkez Bankası, 4 Şubat 1987 tarihinden itibaren açık piyasa işlemleri uygulamaya başlamıştır. Açık piyasa işlemleri mekanizması para politikası aracı olmakla birlikte, bu işlemler çerçevesinde devlet iç borçlanma senetlerinin alım satımına konu edilmesi, aynı zamanda devlet tahvilleri için ikincil bir pazar oluşturmaya ve iç borçlanma politikasının günün koşullarına uygun şekilde yürütülmesine de katkıda bulunmuştur.

1987 yılında faiz politikası, bir yandan faiz oranlarının ekonomik faaliyeti aşırı frenleyecek kadar yükselmemesini, diğer taraftan da Türk lirası cinsinden yapılan mali

¹⁹¹ Kesriyeli, a.g.e., s:9-11

tasarrufların çekiciliğini sağlayacak biçimde yürütülmeye çalışılmıştır. Ancak, özellikle yılın ikinci yarısında hızlanan fiyat artışları nedeniyle mevduat faiz oranları enflasyonun gerisinde kalmıştır.

1988 yılına likidite fazlasının mali piyasalarda 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 ve Türk lirasını değerli kılacak bir politika izlenirken özellikle piyasaların işleyiş biçimleri aralarında karşılıklı etkileşim göz önünde bulundurularak hareket edilmiştir. Nitekim para politikası açısından köklü bir müdahale niteliği taşıyan 4 Şubat kararlarında, kendisini dövize aşırı talep şeklinde gösteren dengesizliğin giderilmesi için Türk lirasına olan talebin artırılması gerektiği noktasından hareket edilmiştir. Bu kararlar, o ana kadar reel olarak negatif olan mevduat faizleri, munzam karşılık oranları ve disponibilite oranları artırılmış, 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. Bununla birlikte 1988 yılı Ağustos ayında Döviz-Efektif Piyasası kurulmuştur.¹⁹²

2. 1989-1993 DÖNEMİNDE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

1980'den itibaren Türkiye'de başlayan liberalizasyon süreci, 1989-90 yılında alınan kararlarla sermaye hareketlerinin de serbest bırakılmasıyla doruk noktasına ulaşmıştır.¹⁹³ 11.08.1989 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu hakkında 32 Sayılı Karar ile kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi konusunda önemli gelişmeler sağlanmış, kısıtlama ve yasaklar büyük ölçüde yumuşatılmıştır.¹⁹⁴ Bu uygulamada amaç: Daha liberal bir döviz sistemi yaratmak ve Ortak Pazar ve diğer mali piyasalarla bütünleşmeyi kolaylaştırmak, menkul kıymetlerin yurtiçi ve dışında alım-satımı önündeki engelleri kaldırarak sermaye piyasalarının

¹⁹² Kesriyeli, a.g.e., s:13-15

¹⁹³ Fatih Özatay, "Türkiye Ekonomisi ve IMF Politikaları", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Y:18, S:207, Haziran 2003, s. 7.

¹⁹⁴ TCMB, *Yıllık Rapor*, 1989, s. 40.

gelişimine yardımcı olmak, sermaye hareketlerini serbestleştirmek, bu şekilde bankaların yurtdışından kredi bulmasını sağlamak olarak açıklanmıştır. Türkiye’ye döviz ithali tamamen serbest bırakılmış, Türkiye’de yerleşik kişilerin döviz bulundurmaları, döviz satın almaları serbest bırakılmış Kıymetli maden, taş ve eşyaların, dış ticaret rejimi esasları dahilinde, Türkiye’ye ithali ve ihracı serbest bırakılmıştır.

Bu yeni önlemler ile TL’nin konvertibl bir para olmasının yolu açılmış, 22 Mart 1990’da IMF, TL’nin dövizler ailesine katıldığını resmen ilan etmiştir. Bu kısmi konvertibilite, 21 Mart 1993’te yayımlanan 32 sayılı kararda bazı değişiklikler ve ilaveler yapılması hakkındaki son düzenleme ile daha da genişletilmiştir.¹⁹⁵

TCMB’nin eski statüsünde fiyat istikrarı amacına yönelik politika uygulamalarında kalkınma planları ve yıllık programların göz önünde bulundurulma zorunluluğu bulunuyordu. Bunun yanında bankanın kamu kurum ve kuruluşlarına kredi vermesi, açık piyasa işlemleri çerçevesinde devlet kağıtları ve diğer kamu kurum ve kuruluşlarına ait tahvillerin alınıp satılması çoğu zaman fiyat istikrarı amacından uzaklaşmaya yol açmıştır. Bu çerçevede bankanın kredi politikası 1989 Ekim’ine kadar, bir para politikası aracı olmaktan ziyade, kalkınmanın finansmanı amacıyla selektif kredi politikasının bir aracı olarak kullanılmıştır. Ancak bu tarihten sonra, orta ve uzun vadeli kredi uygulamasından vazgeçilip, reeskont kredileri sadece para politikasının yürütülmesi amacıyla kullanılacak bir araç haline getirilmiştir.¹⁹⁶

1989 yılında para politikasının hedefi, Merkez Bankası bilanço büyüklüğünün kontrol altında tutulması olmuştur. Bu amaca ulaşabilmek için, Hazine ile bir protokol imzalanmış ve Hazine’nin kısa vadeli avans kullanımına sınırlama getirilmiştir. Protokol sonrası alınan kararlara uyulmuş ve böylece Hazine’nin Merkez Bankası kaynaklarından kullandığı avans miktarı yıl boyunca makro ekonomik dengeleri bozmayacak düzeylerde seyretmiştir. 1989 yılındaki parasal genişlemenin tamamı Merkez Bankası’nın dış varlıklarındaki artışlardan kaynaklanmış, Merkez Bankası

¹⁹⁵ Ertekin, **a.g.e.**, s. 189.

¹⁹⁶ Bayram Çolakoğlu, “T.C. Merkez Bankası Para Politikasının Güvenilirliği”, **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Y:40, S:475, Ekim 2003, s. 68.

kendisine gelen döviz karşılığında Merkez Bankası Parası yaratmıştır.¹⁹⁷ 1989 yılında izlenen politikaların bir özelliği de Merkez Bankası'nın aktif artışının finansman şeklinin değişmesidir. 1986-1988 yılları arasında Merkez Bankası aktif artışını daha yüksek oranlarda yerleşik kişilere döviz cinsinden borçlanarak karşılamıştır. Bunun sonucu olarak toplam iç yükümlülükler içinde Merkez Bankası Parasının payı 1986'da %67 iken 1988'de %58'e düşmüştür. 1989 yılında izlenen politikalar sonucunda bu oran %65'e yükselmiş, yani yerleşiklere olan döviz yükümlülüklerin bir kısmı MBP'na dönüşmüştür. Böylece Merkez Bankası yükümlülükleri daha likit ve denetlenebilir hale gelmiş ve Merkez Bankası para politikasını uygulamada bir miktar esneklik kazanmıştır.¹⁹⁸

1990 yılında Merkez Bankası ilk defa "Para Programı" açıklamıştır. 1990 para programı hem ilk açıklanan olması hem de diğerine (1992) temel teşkil etmesi ve verdiği mesajlar açısından ilginç bir program olmuştur. Bu programın temel özelliklerini birkaç madde altında incelemek mümkündür.¹⁹⁹

- Merkez Bankası bilançosu yeniden düzenlenmiş, şeffaflaştırılmıştır.
- İlan edilen hedefler bu bilançodan elde edilen büyüklükler olmuştur.
- Program orta vadeli bir perspektife oturtulmuştur. Yani orta vadede, enflasyonla daha iyi mücadele etmeye imkan verecek esneklikte bir bilanço yapısına kavuşulması hedeflenmiştir.
- Orta vadede ulaşılması hedeflenen bilanço yapısı Merkez Bankası'nın hangi politika araçlarını ne yönde kullanacağına dair sinyaller de vermiştir. Örneğin, kamu sektörünü finanse etme işlevinden uzaklaşmayı ve daha çok piyasadaki likidite ihtiyacını düzenlemeyi amaçlamıştır. Bunun için reeskont kredilerinin daha çok kullanılması gündeme gelmektedir. Merkez Bankası diğer yandan, bilançosunun döviz pozisyonunu dengelemeyi de amaçlamıştır

¹⁹⁷Rüştü Saracoğlu, "1990 Yılına Girerken Türk Ekonomisi", <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprogram/turkekonomisi.html>, Erişim Tarihi: 07.08.2007

¹⁹⁸Kesriyeli, a.g.e., s:18

¹⁹⁹Gazi Erçel, "Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri", *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Kasım 1996, s. 28-29.

1990 yılı başında Merkez Bankası orta vadeli perspektif içinde bir para programını kamuoyuna açıklayarak uygulamaya başlamıştır. Parasal program ile Merkez bankası 1989 yılında başlattığı politikasını devam ettirmiş ve M1,M2 ve daha geniş tanımlı parasal büyüklükler yerine kendi bilanço büyüklüğünü denetim altına almayı ve sağlıklı bir yapıya kavuşturmayı hedeflemiştir.²⁰⁰ Parasal program Merkez Bankası bilançosunda seçilen dört kaleme ilişkin sayısal hedefler üzerine kurulmuştur. Söz konusu hedef değişkenler;²⁰¹

- Merkez Bankası Parası
- Toplam İç Varlıklar
- Toplam İç Yükümlülükler
- Merkez Bankası Bilançosunun toplam büyüklüğü

1990 para programı başarılı olmuştur. Merkez Bankası 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.

1991 yılında mali kesimdeki bozulma ve Körfez Krizi'nin döviz kuru üzerinde yarattığı baskı nedeniyle, Merkez Bankası para programını açıklayamamıştır. Esas itibarıyla 1991 yılındaki Merkez Bankası politikası, rezervlerde büyük kayba yol açmadan kurlar üzerinde anormal bir baskının yaratılmasını önlemeye çalışmak şeklinde olmuştur. 1983 yılında yüzde 10 olan disponibilitate oranı 1991 Mart ayında yüzde 35'e yükseltilmiştir. Özel sektörün kaynaklarını, kamu kesimine aktarma mekanizmasının en açık şekillerinden biri olan disponibilitate oranının bu denli artırılması, kamu kesiminin mali sistem üzerindeki baskısını gittikçe artırması şeklinde yorumlanabilir.

Merkez Bankası, 1992 yılında bir para programı daha açıklamıştır. Fakat gerek Hazine'nin kısa vadeli avansı yılın başında kullanıp bitirmesi, gerekse seçimin yarattığı harcamalar sonucu bozulan kamu dengesi programın uygulanmasını imkansız hale getirmiştir. 1992 para programı başarısız olmuştur. 1990 yılında mali dengede başlayan bozulma kötüleşerek devam etmiştir. 1990 yılında kamu kesimi borçlanma gereğinin

²⁰⁰ Kesriyeli, **a.g.e.**, s:20-21

²⁰¹ Cem Mehmet Baydur, Bora Süslü, "1990'lı Yıllarda Türkiye'de Para Politikası Uygulamasında Çıplar", **İMKB Dergisi**, Cilt:6, Sayı:21, 2002, s:52

(KKBG) GSMH'ya oranı yüzde 7.4 iken, 1991'de bu oran yüzde 10.2'ye yükselmiştir. 1992 yılında KKBG'nin GSMH'ya oranı 1991'in de ötesine giderek yüzde 10.6'ya ulaşmıştır.

1993 yılında ekonomi hızlı bir şekilde büyümüştür. Yüksek büyüme hızının altında iç talep genişlemesi yatmaktadır. İç talep genişlemesinin üç temel nedeni bulunmaktadır. İlki, yüksek kamu açığının GSMH içindeki payının 1980 yılından sonra tarihsel olarak en yüksek düzeyine ulaşması; ikincisi, yurtdışından ucuz kaynak sağlayan bankacılık sektörünün kredilerindeki önemli reel artışın yarattığı finansman desteğidir. Sonuncusu ise, 1989-1990 döneminde kurlardaki değerlenmenin yüksek büyümeyle beraber yatırım talebini artırmasıdır. Tüm bu gelişmeler sonucunda dışarıdan kaynak ihtiyacı artmış ve cari işlemler açığının GSMH'ya oranı 1980 yılından bu yana rekor düzeye ulaşmıştır.

1993 yılı para ikamesinin hız kazandığı yıl olmuştur. Döviz tevdiat hesaplarının kabul edilmeye başlandığı 1984 yılından itibaren ilk defa döviz tevdiat hesaplarının GSMH içindeki payı, vadeli tasarruf mevduatının payını geçmiştir. 1993 yılının son aylarında mali piyasalarda istikrarsızlığın artması ve döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar ekonomide geleceğe ilişkin kötümser beklentileri artırırken, belirsizlik ortamını da beraberinde getirmiştir.

3. 1994-2001 DÖNEMİNDE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

Ekonomiyi hızla istikrara kavuşturmak, kamu açıklarını azaltmak, dış talebe dayalı bir büyüme yapısı oluşturmak ve yapısal reformları başlamak amacıyla 5 Nisan 1994 tarihinde yeni bir istikrar programı uygulamaya konulmuştur. 5 Nisan Kararları döviz kuru, ücret ve fiyat politikaları, Merkez Bankası, bankacılık kesimi, sermaye piyasası ve kamu sektörüne yönelik konjonktürel önlemler ve özelleştirme, KİT'lere ve sosyal güvenlik kuruluşlarına ilişkin düzenlemeler, idari ve mali yapısal amaçlı önlemlerden oluşmuştur. Para politikası amaç değişkeni olarak enflasyon oranı alınmış, para arzı hedef değişken olarak seçilmiş, para politikası aracı olarak zorunlu karşılık

oranlarının kullanılması ve para arzının öngörülen enflasyon oranında arttırılması kararlaştırılmıştır. Bu dönemde esnek ve gerçekçi kur uygulamasına geçilmiş, kur dalgalanmaya bırakılmıştır. 5 Nisan Ekonomik İstikrar Kararlarına yol açan gelişmeler, Kararların başlangıç kısmında şu şekilde açıklanmaktadır:²⁰²

Türkiye ekonomisinde temel yapısal değişiklikler yaratan 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Önlemlerinden sonra, özellikle 1990 yılından sonra kamu kesimi açıklarının hızla artması, vergi gelirlerinin iç borç servisine bile yetmemesi, devletin nakit açığını iç borçlanma ile finanse eder duruma düşmesi, bu açığı kapatmak için dış borca ve Merkez Bankası kaynaklarına yönelmesi ile döviz rezervlerinin hızla erimesi yeni bir istikrar politikasının yürürlüğe konulmasını zorunlu kılmıştır. Kamu açıklarındaki hızlı büyüme, özellikle iç borçlanmanın ve bu arada faiz oranlarının hızla artmasına yol açmıştır. Hükümetin TCMB'na olan borçlarını tahkim etmesi ve Merkez Bankası kaynaklarını aşırı ölçüde kullanması, durumu daha da ağırlaştırmıştır. Hükümet, yüksek faizli kamu borçlanmasına gitmeyerek bunalımı körüklemiştir. Bu esnada TCMB'nın piyasaya döviz sürerek döviz kurlarında denge sağlamaya yönelik faaliyetleri başarıya ulaşamamış, ekonomi giderek kötüleşmiş, döviz piyasalarında ve mali piyasalarda belirsizlik ve dalgalanmalar baş göstermiştir. Bu ortamda, enflasyonu düşürmeye ve ekonomide istikrar sağlamaya yönelik olarak 5 Nisan Kararları alınmıştır.

5 Nisan Kararları çerçevesinde uygulamaya konan önlemler ile mali piyasalarda istikrarın sağlanması ve eriyen döviz rezervlerinin artırılması hedeflenmiştir. Parasal büyüklükler incelendiğinde, Merkez Bankası'nın yılın önemli bir bölümünde sıkı para politikası izlediği söylenebilir.

5 Nisan Kararları ile birlikte para politikasının etkin bir şekilde yürütülebilmesi için mali piyasalar ile ilgili birçok yeni düzenleme yürürlüğe konmuştur. Öncelikle, Merkez Bankası ile Hazine ve diğer kamu kuruluşları arasında var olan kredi ilişkisi yeniden düzenlenmiştir. Buna göre, 1995 yılından başlanarak Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kullandığı krediler de bu doğrultuda kısıtlanmıştır. 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun Hazine'ye Kısa Vadeli Avans Hesabını

²⁰² Karluk, a.g.e. s: 390.

düzenleyen maddesi 21 Nisan 1994 tarihli kanun ile değiştirilmiştir. Yapılan değişiklikler ile, 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, 1996 yılı için yüzde 10, 1997 yılı için yüzde 6, 1998 yılı ve izleyen yıllar için yüzde 3 olarak belirlenmiştir. Merkez Bankası parasal kontrolünü artırabilmek ve piyasalarda kaybolan güven ve istikrarı tekrar sağlayabilmek için başka önlemler de almıştır.²⁰³

- Mevduat munzam karşılıkları ve dispoñibilite sistemi değiştirilerek bankaların tüm pasifleri üzerinden dispoñibilite uygulaması başlatılmıştır
- Daha önce döviz lehine çalışan mevduat munzam karşılık uygulaması, Türk lirası lehine çevrilmiştir.
- Repo işlemlerine ilişkin düzenlemeler de yapılarak, karşılıksız repo yapılmasının önüne geçilmiştir.
- Türk lirası mevduatlarında esnek vade türleri tanımlanırken, bankalardaki tasarruf mevduatının tamamı güvence altına alınmıştır.

1994 yılında para politikası araçları ve likidite yönetimi açısından önemli bir değişiklikte TCMB Açık Piyasa İşleri Müdürlüğünün 15 Şubat 1994 tarihinden itibaren İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım-Satım Pazarında ve 5 Nisan 1994 tarihi itibarıyla de İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Repo-Ters Repo Pazarında işlem yapmaya başlamasıdır. Böylece, TCMB'nin ikincil piyasaya da aktif olarak katılması, özellikle kısa vadeli faiz oranları üzerindeki kontrol yeteneğini arttırmıştır.

1995 para politikasının ana hedefi, mali piyasalardaki istikrarı sürdürmenin yanı sıra enflasyon oranını önemli ölçüde düşürmek olmuştur. IMF ile istikrar programı yapılmış, program ile, Merkez Bankası'nın kamuya açtığı krediler sınırlandırılmış ve bir program çerçevesinde azaltılması planlanmıştır.²⁰⁴ Buna göre, bir taraftan 1994 yılında ulaşılan uluslararası rezervlerin korunması amaçlanmış, diğer taraftan parasal hedefler yıl sonu için öngörülen enflasyon oranına paralel olarak konulmuştur. Döviz kuru politikasının da enflasyona paralel olarak yürütülmesi öngörülmüştür.

²⁰³ Kesriyeli, **a.g.e.**, s. 27.

²⁰⁴ Hazine Dergisi, "**Cumhuriyetin 80. Yılı Özel Sayısı**", s. 32

1995 yılının ilk yarısında para politikası belli ölçüde başarılı olmuş ve enflasyon düşme eğilimine girmiştir. Ancak, Temmuz-Ağustos aylarından itibaren yükselme eğilimine giren enflasyon oranı ve yılın ikinci üç aylık dönemi için açıklanan büyüme oranının yüzde 12.4 gibi büyük bir rakama ulaşmasının yanı sıra, uluslararası rezervlerin çok hızlı artması Eylül ayı içerisinde bazı önlemler alınmasına neden olmuştur. Talep fazlasını azaltarak enflasyonu kontrol altına almak ve döviz kurunu da IMF hedeflerine uygun hale getirebilmek amacıyla, Merkez Bankası 6 Eylül tarihinden itibaren bazı kararları uygulamaya koymuştur. Bu kararları şöyle özetleyebiliriz:²⁰⁵

- Öncelikle döviz alımları 18 Eylül'e kadar durdurularak, döviz devir oranları yüzde 25'den 20'ye düşürülmüş, ayrıca Merkez Bankası bünyesindeki Döviz ve Efektif piyasalarında satılabilecek kısım yüzde 7'den yüzde 4'e, Merkez Bankası'na doğrudan devredilmesi gereken kısım da yüzde 18'den yüzde 16'ya indirilmiştir.
- Tüketici kredilerine uygulanan yüzde 6'lık kaynak kullanımı destekleme fonu (KKDF) kesintisi yüzde 10'a yükseltilmiştir.
- Bankaların sendikasyon kredilerine yüzde 6'lık KKDF kesintisi getirilmiştir.
- Kabul kredili, vadeli akreditif ve mal mukabili ödeme şekline göre yapılan ithalata yüzde 6 KKDF kesintisi getirilmiştir.
- İhracat kredilerinden KKDF kesintisi sıfırlanmıştır.

TCMB'nin döviz rezervleri ile ilgili kararlarının amacı bir taraftan, döviz rezervlerindeki artışı frenleyerek karşılığında piyasaya sürdüğü TL'nin yarattığı enflasyonist baskıyı engellemek, öte yandan, sıcak para girişini kontrol etmektir. Bankaların sendikasyon kredilerinden %6 KKDF kesintisi yapılması ise tamamen bankaların artış eğilimine giren açık pozisyonlarını azaltmak amacına yöneliktir. İthalata fon uygulaması getirilmesi büyümeyi yavaşlatmayı amaçlarken, ihracatta uygulanan fonun sıfırlanması, döviz kurundaki düşüşün olumsuz etkisini bir ölçüde gidermeyi amaçlamaktadır. Tüketici kredilerine yönelik uygulama ise iç talebi kısma yöneliktir.

²⁰⁵ Günal, a.g.e., s. 68.

Kur politikası açısından 1995 yılı 1999 yılına kadar uygulanacak bir stratejinin başlangıcı olmuştur. 1995 yılında 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 arttırılması hedeflenmiştir. 1995 yılında ayrıca ilk 10 ay Merkez Bankası enflasyon ile mücadelede kurları nominal bir çapa olarak kullanmayı sürdürürken, kur politikasının kredibilitesini artırmak için dış varlık artışına önem vermeye devam etmiştir. Ekim ayı ile birlikte ekonominin bir 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. Bunu yanı sıra dış varlık artışının parasal büyüklükler üzerinde yaratacağı baskıyı azaltmak amacıyla iç varlık artışına sınırlama getirilmiş ve API uluslar arası rezerv artışının sterilizasyonunda kullanılmıştır.²⁰⁶

Belirsizlik içinde girilen 1996 yılında, Merkez Bankası reel döviz kurlarının istikrarlı hale gelmesini amaçlamış ve kurları yıl boyunca gözetmiştir. 1996 ve 1997 yıllarında uygulanan para politikası esas olarak mali piyasalarda mali piyasalarda istikrarı korumaya yönelik olmuştur. Bu istikrar hedefinin iki temel unsuru ise; kısa süreli ve hızlı fiyat değişikliklerinin önlenmesi ve piyasalardaki belirsizliklerin azaltılmasıdır. Bu çerçevede, uygulamada döviz kurlarının enflasyon beklentilerine paralel hareket etmesi ve bankalar arası para piyasası faiz oranlarının istikrarı ve dolayısıyla referans faiz oranı olarak piyasalarda kabul edilmesi sağlanmaya çalışılmıştır. Merkez Bankası'nın para politikası 1996 yılı başından itibaren kendi bilançosundaki ve parasal büyüklüklerdeki artışı yavaşlatmaya ağırlık vermiştir. Aynı zamanda, Merkez Bankası'nın bağımsızlığı fikri de ciddi bir ivme kazanmaya başlamıştır. 1997 yılında kamu sektörüne verilen nakit kredi azalmaya devam etmiştir. Parasal göstergeler M1 ve M2 ile rezerv para azalırken, M2Y reel anlamda artış göstermiştir. 1997 yılında döviz kuru politikası, reel döviz kurunu istikrarlı düzeyde tutmaya yönelmiştir.

²⁰⁶ Parasız, a.g.e., 2003, s: 517

1998 yılı başlarında bir enflasyonla mücadele programı uygulamaya konmuştur. Bu program, 1997 yılı sonunda yüzde 91 olan enflasyonu orta vadede tedricen tek haneli rakamlara düşürmeyi hedeflemekteydi. Enflasyonu düşürme politikasının dayanakları da “güçlü maliye politikaları, yapısal reformlar ve bu programa uygun nominal politikalar” idi.²⁰⁷ 1998 yılının ilk üç aylık döneminde, TCMB gerçekten de dış piyasalardaki olumsuz gelişmelere rağmen finansal piyasalarda istikrarı sağlayacak politikalar uygulamış ve belli ölçüde başarılı olmuştur. Piyasalarda istikrar sağlanmış ve enflasyon da düşüş eğilimine girmiştir. Haziran sonuna doğru Rusya’da ortaya çıkan krizin yarattığı ekonomik belirsizlik ve ikinci yarıda artan siyasi belirsizlik sonucunda erken seçim kararı alınmış ve beklentiler değişmiştir. Piyasalar tamamen seçime endeksli hale gelmiştir. Bu çerçevede, TCMB, son yıllarda yaptığı gibi temel politika olarak piyasalarda istikrarı sağlamaya ve Hazine’nin borçlanabilmesi için piyasaları manipüle etme politikasına devam etmiştir.²⁰⁸

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

- Tüketici enflasyonunu yapısal reformlarla desteklenen, birbirleriyle 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

²⁰⁷ Gazi Erçel, “TCMB Konuşmalar (1999)”, Ankara : Şubat 2000, , s. 119-120.

²⁰⁸ Günel, a.g.e., s. 74.

Üç yıllık enflasyonu düşürme programı üç temel unsur üzerine kurulmuştur.²⁰⁹

- a) Sıkı bir maliye politikası uygulanarak faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması
- b) Enflasyon hedefiyle uyumlu gelirler politikası
- c) 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 uygulaması

Üçüncü unsur çerçevesinde uygulanacak kur politikasının özelliği; 1 ABD Doları + 0.77 EURO olarak belirlenen kur sepetinin bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde günlük olarak açıklanmasıdır. Buna göre kur sepetinin Aralık 1999 sonunda 959.020.46, Haziran 2000'de 1.073.662.93, Aralık 2000'de de 1.149.900.90 TL olması öngörülmüştür. Programın ikinci 18 aylık dönemini kapsayan Temmuz 2001- Aralık 2002 aralığında band uygulamasına geçilmesi ve bandın toplam genişliğinin Aralık 2001 sonunda %7.5'e, Haziran 2002'de %15'e, Aralık 2002'de de %22.5'e yükseltilmesi öngörülmüştür. Band uygulaması sonrasında, döviz kurunun piyasa güçlerince belirlenmesi ilkesine geri döneceği açıklanmıştır.

Merkez Bankası, programda belirlenen para ve kur politikası çerçevesinde 2000 yılında Net İç Varlıklarını, değerlendirme hesabı hariç, -1.200 trilyon Türk lirasında sabitlemiş ve para tabanının +/-5'ini oluşturan bir band içerisinde dalgalanmasına izin vermiştir. Net İç Varlıklar yılın ilk üç çeyreğinde sırasıyla, -1.260, -1.295 ve -1.308 trilyon Türk lirası olarak gerçekleşmiştir. Kasım ayı ortasına kadar Net İç Varlıklar belirlenen band içerisinde kalmış, ancak Kasım ayı sonlarında mali piyasalarda yaşanan kriz nedeniyle piyasaya API kanalı ile likidite verilmiş, Net İç Varlıklar hedefi aşılmıştır.

Programa göre, Merkez Bankası, bankacılık sistemine döviz cinsinden borçlanmak veya IMF kredisi kullanmak yoluyla para tabanını genişletemeyecektir. Merkez Bankası ancak kendisine dış yükümlülük doğurmayacak şekilde, örneğin

²⁰⁹ Gazi Erçel, "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması", TCMB, 1999, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog2/baskanmat5y.html> Erişim Tarihi: 22.10.2006

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.²¹⁰ Merkez Bankası'nın uluslar arası rezerv konumu önemli bir gösterge halini almış, bu nedenle programda Merkez Bankası'nın net uluslar arası 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 spekülasyon ataklarına karşı para programından çıkış mekanizmalarını öngörmemiş olması programın önemli eksiklikleri olarak görülmüştür.

4. 2001 YILINDAN GÜNÜMÜZE KADAR UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

2000 yılı Kasım ayına gelindiğinde, ekonomik programın reformlarının uygulanmasında gecikmeler yaşanması, kur çapası uygulaması güvencesiyle bankacılık sektörü tarafından aşırı risk alınması, cari açığın büyümesi ve kamu bankalarının kısa vadeli para piyasalarında aşırı derecede borçlanma baskısı yaratması gibi başlıca nedenlerden dolayı mali piyasalarda meydana gelen dalgalanmalar ikincil piyasa faiz oranlarını olumsuz yönde etkilemiş; yabancı yatırımcılar ve bankaların artan döviz talebi nedeniyle Merkez Bankası döviz rezervleri önemli ölçüde gerileyerek ülke tarihinin en büyük ekonomik krizlerinden birisi olarak bilinen kriz kendini göstermeye başlamıştır.²¹¹ Türkiye ekonomisi, 1990'lı yıllarda yaşadığı yüksek enflasyon ve bir türlü aşılamayan ekonomik istikrarsızlık sorunu ile mücadelesini, 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme ve İstikrar Programının başarısızlıkla sonuçlanmasının ardından gelen "2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" ile sürdürmüştür.²¹²

²¹⁰ Yentürk, a.g.e., 213-218

²¹¹ Hazine Dergisi, "Cumhuriyetin 80. Yılı Özel Sayısı", s. 50.

²¹² Özcan Dağdemir, "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Sürecinde Gelir Dağılımı ve Bölüşüm İlişkileri", *Eskişehir Ticaret Odası Dergisi*, Y:19, S:84, Mayıs 2002, s. 61.

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.

T.C. Merkez Bankası Yasası'nda yapılan düzenlemelerle Merkez Bankasının temel amacının fiyat istikrarı olduğu vurgulanmıştır. Döviz kuru rejiminin değişmesi ve kurun nominal çapa olarak 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.

Temelleri 2001 yılı Mayıs ayında atılan “Ulusal Program” kapsamında, para politikasının temel hedefi orta vadede enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek ve fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Bu amaç doğrultusunda, Merkez Bankası “Örtük Enflasyon Hedeflemesi” para politikası stratejisini benimsemiştir. Bununla beraber, Para Tabanı örtük enflasyon hedefinin yanında ek bir çapa özelliği taşımaktadır. Para Tabanı için dönemler itibariyle, enflasyon hedefi ve büyüme tahmini ile tutarlı hedefler belirlenmesinin yanında, Merkez Bankası, gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası izlemektedir. Bu kapsamda, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları, enflasyonun gelecekte alabileceği değerler ele alınarak, sadece ve sadece enflasyon hedefine ulaşmak amacıyla etkin olarak kullanılmaktadır. Merkez Bankası gerekli önkoşullar sağlandığında “Enflasyon Hedeflemesi” para politikası stratejisine geçmeyi planlamaktadır.²¹³ Anılan programın bir diğer önemli unsuru dalgalı kur rejimi uygulamasıdır. Bu rejim çerçevesinde döviz kurlarının seviyesi arz ve talep koşulları altında serbest piyasada belirlenmektedir. 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

²¹³ Süreyya Serdengeçti, “Merkez Bankası Para Politikası Uygulamaları ve Gelecek Dönem Hedefleri”, **İşveren dergisi**, cilt:41, S:12, Eylül 2003, s. 4.

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, uluslar arası 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, Uluslararası Para Fonu ile yürütülmekte olan ulusal program çerçevesinde belirlenen bütün parasal performans kriterlerini ve gösterge niteliğindeki hedefleri tutturmuştur. Buna ek olarak, anılan programın ve dalgalı kur rejiminin kararlılıkla sürdürülmesi piyasalara olumlu sinyaller göndererek enflasyon beklentilerinin önemli ölçüde iyileşmesine katkıda bulunmuştur. Bu gelişmeler doğrultusunda Merkez Bankası, politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını Nisan ayından itibaren beş kez indirerek, gecelik borçlanma faiz oranını yüzde 44'den yüzde 29 seviyesine düşürmüştür. Merkez Bankası, Hükümet ile birlikte, 2003 yılı için enflasyon hedefini yüzde 20 olarak belirlemiştir. Bununla birlikte 2003 yılı enflasyonu, hedeflenenin bile altında kalmıştır.

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. 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 stratejisine geçileceğini, 2005 yılının geçiş dönemi olacağını ilan etmiştir.²¹⁴ 2006 yılı para politikası raporunda ise şeffaflık ve hesap verilebilirlik alanında atılacak yeni adımlar ile uygulanacak para politikasının artık enflasyon hedeflemesi rejimi olarak tanımlanması gerektiği ortaya konulmuştur. Kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilirliği ve iletişim açısından

²¹⁴ TCMB, “**Para Politikası Raporu**”, 2005

avantajları göz önüne alınarak, enflasyon hedefi 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 %5, %4 ve %4 olarak belirlenmiştir.²¹⁵ Fakat 2006 yılında hedef tutturulamamış enflasyon oranı %9.6 olarak gerçekleşmiştir.

²¹⁵ TCMB, “Enflasyon Hedefi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, 2005 s:56,

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞME VE YENİLİKLER İLE PARA POLİTİKASI ARASINDAKİ NEDENSELLİK İLİŞKİSİNİN ANALİZİ: 1996 – 2006 TÜRKİYE UYGULAMASI

1. METODOLOJİ

Bu bölümde finansal gelişme ve yenilikler ile para politikası uygulama sonuçları arasında bir nedensellik ilişkisinin olup olmadığı incelenecek eğer böyle bir ilişkisi varsa bu ilişkinin yönü tayin edilmeye çalışılacaktır.

Finansal gelişme göstergeleri ile para politikası göstergeleri arasında ki ilişkinin incelenmesinin ilk aşaması, kullanılacak zaman serilerinin durağan olup olmadığının belirlenmesidir. Kullanılacak olan zaman serilerinin durağan olup olmadığının belirlenmesi için Genişletilmiş Dickey Fuller (Augmented Dickey Fuller) birim kök testi kullanılacaktır. Kullanılacak olan zaman serilerinin durağanlık sınaması yapıldıktan sonra finansal gelişme göstergeleri ile para politikası göstergeleri arasında nedensellik ilişkisinin olup olmadığı incelenecek eğer böyle bir ilişki varsa bu ilişkinin yönünü belirlemek için Granger Nedensellik testi uygulanacaktır.

1.1. Birim Kök Testi

Birim kök testleri bir zaman serisinin durağan olup olmadığının belirlenmesinde kullanılan bir yöntem olup, bir zaman serisinin birim kök içermesi o serinin durağan olmadığı anlamına gelmektedir. Durağan seriler ile durağan olmayan seriler arasındaki temel farklar aşağıdaki şekilde sıralanabilir²¹⁶;

²¹⁶ Aziz Kutlar, *Uygulamalı Ekonometri*, (Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, Nisan 2005), s:308

Durağan serilerde;

- Seri uzun dönemde, dalgalanmalar olsa bile aynı ortalamayı muhafaza eder.
- Zamana bağlı olarak değişmeyen bir sonlu varyansa sahiptir.
- Gecikme zamanı uzadıkça, korelogram gittikçe sifıra yaklaşır ve sıfır olur.

Durağan olmayan serilerde ise;

- Serinin uzun sürede döneceği bir ortalama değer bulunmamaktadır.
- Zaman sonsuza yaklaştığında, varyans zamana bağlı olduğundan o da sonsuza yaklaşır.
- Teorik korelogram hemen bitmez, yavaş yavaş azalır.

Ekonometrik analizlerde kullanılacak zaman serilerinin durağan olması gerekmekte ve bu yüzden kullanılacak serilerin birim kök içermemesi gerekmektedir. Bu yüzden, ekonometrik analizlere geçmeden önce ilk olarak kullanılacak olan değişkenlere ait zaman serileri için birim kök testleri yapılmalıdır. Literatürde bu amaç için en yoğun kullanılan test Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testidir. ADF testi için aşağıdaki denklem kullanılacaktır.²¹⁷

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + u_t$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + u_t$$

Eğer u_t hata terimi ardışık bağımlıysa şöyle düzeltilir:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

²¹⁷ Damodar N Gujarati, **Temel Ekonometri**, Çeviren: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, (Literatür Yayıncılık, Birinci Basım, İstanbul, Ekim 1999), s:720

ADF testi, zaman serisinin ilk farkının bağımlı değişken, serinin bir dönem gecikmesinin, serinin ilk farkının gecikmeli terimlerinin ise açıklayıcı değişken olarak kullanıldığı bir regresyon denkleminin tahmin edilmesine dayanmaktadır. Burada ΔY_t durağan olup olmadığı analiz edilen değişkenin birinci farkı, t genel eğilim değişkeni, ΔY_{t-1} gecikmeli fark denklemleridir. ADF testinin sağlıklı sonuç vermesi için, tahmin edilen modelde ardışık bağımlılık probleminin olmaması gerekmektedir. ADF testi, denklemdaki δ katsayısının istatistiksel olarak sıfıra eşit olup olmadığını test eder. Burada test, elde edilen ADF-t istatistiğinin MacKinnon kritik değerleriyle karşılaştırılmasıyla yapılır. Şayet ADF-t istatistiği MacKinnon kritik değerinden mutlak olarak büyükse, ele alınan zaman serisi durağan demektir. Aksi takdirde seri durağan değildir ve durağanlığı sağlanıncaya kadar farkının alınması gerekir.²¹⁸

Hesaplanan ADF test istatistiğinin mutlak değeri MacKinnon kritik değerlerinden küçük ise ;

$H_0 : \delta = 0$ hipotezi kabul edilir ve serinin durağan olmadığı sonucuna varılır.

Hesaplanan ADF test istatistiğinin mutlak değeri MacKinnon kritik değerlerinden büyük ise ;

$H_1 : \delta \neq 0$ hipotezi kabul edilir ve serinin durağan olduğu sonucuna varılır.²¹⁹

Eğer bir zaman serisinin birinci farkları alınırda bunların serisi durağan çıkarsa, birinci dereceden bütünleşiktir deyip bunu $I(1)$ ile gösteririz. Benzer biçimde, durağan seriye ulaşmadan önce ilk serinin iki kez farkının alınması gerekiyorsa ilk seri ikinci dereceden bütünleşiktir ve $I(2)$ ile gösterilir. Genel olarak, bir zaman serisinin d kez farkının alınması gerekiyorsa, o seri d 'inci dereceden bütünleşiktir($I(d)$). Geleneksel olarak $d=0$ ise, $I(0)$ süreci durağan bir zaman serisini gösterir. Eğer zaman serisi birinci

²¹⁸ Yusuf Bayraktutan, İbrahim Arslan, "Türkiye'de Döviz Kuru, İthalat ve Enflasyon İlişkisi: Ekonometrik Analiz 1980-2000", **Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, C.V S:2 2003, S:94

²¹⁹ Nilgün ÇAĞLARIRMAK USLU, " Finansal Piyasalarda Etkinlik ve Etkinliğin zayıf Formda Test Edilmesi", (**Yayınlanmamış Doktora Tezi** , Anadolu Üniversitesi, Eskişehir 2002), s:153-154

ya da daha yukarı dereceden bir zaman serisi ise durağan olmayan bir zaman serisidir.²²⁰

1.2. Granger Nedensellik Testi

Granger testleri, bir değişkenin diğer bir değişkeni önraporlama gücünün istatistiksel testleridir. Granger nedensellik testleri olarak da bilinen bu testler bir değişkenin cari değeri ile diğer bir değişkenin geçmiş değerleri arasındaki korelasyonun derecesini ölçmektedir. Bu işlem, önraporlanacak değişkenin kendi geçmiş değerleri ve önraporlama gücünün test edileceği diğer bir değişkenin geçmiş değerleri üzerinde regres edilmesi ile sağlanır. Buna göre, Granger testi önraporlayan değişkenin geçmiş değerleri üzerindeki katsayılarının tümünün sıfıra eşit olduğunu ifade eden sıfır hipotezinin bir F-testidir. Sıfır hipotezinin reddedilmemesi halinde, önraporlayan değişken önraporlanan değişkenin geçmiş değerlerinde içerilen enformasyondan başka herhangi bir yararlı enformasyon içermemektedir sonucu çıkarılabilir. Öte yandan eğer F-testinin sonucu önemli bulunursa (sıfır hipotezi reddedilirse) önraporlayan değişken önraporlanan değişkenin Granger nedenidir sonucuna varılabilir. Bu durumda önraporlayan değişkenin önraporlanan değişkeni önraporlama yeteneği vardır denebilir.²²¹

Granger nedensellik testinde eğer tüm değişkenler durağansa standart F-testi ile nedensellik ilişkisi test edilebilir. Bunu yapabilmek için F değeri hesaplanır ve F tablosundan F_{α} (m, n-k) değeri bulunarak karşılaştırılır. Hesaplanan F değeri tablo değerinden küçükse H_0 hipotezi kabul edilir. Hesaplanan F değeri tablo değerinden büyükse H_0 hipotezi reddedilir. Granger nedensellik testi, aşağıdaki regresyonların tahminini içermektedir.²²²

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^n \alpha_i Y_{t-i} + u_i$$

²²⁰ Damodar N Gujarati, **a.g.e.**, s:719

²²¹ Yüksel İşyar, **Ekonometrik Modeller**, (Vipaş Yayınevi,Bursa 1999, 2:Baskı), s:560

²²² Gülsüm Akalın, Ferdi Kesikoğlu, “Türkiye’de Kayıtdışı Ekonomi ve Büyüme İlişkisi”, **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 3, Sayı 5, 2007, s: 83

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_i X_{t-i} + u_i$$

Burada test edilen hipotez için; X'ten Y'ye doğru nedensellik ilişkisi için;

$$H_0 : \sum \beta_i = 0 \text{ (X'ten Y'ye nedensellik yoktur)}$$

$$H_1 : \sum \beta_i \neq 0 \text{ (X'ten Y'ye nedensellik vardır)}$$

Granger nedensellik testinde üç farklı durum söz konusu olmaktadır;

1. X'ten Y'ye ya da Y'den X'e doğru tek yönlü nedensellik
2. X ve Y arasında karşılıklı ilişki
3. X ve Y'nin birbirini etkilememesi

2. VERİ YAPISI

Finansal gelişme ve yenilikler ile para politikası arasındaki ilişkinin nedensellik testinde 1996-2006 yılı arasında üç aylık dönemler halinde derlenmiş veriler kullanılacaktır. Finansal gelişme göstergesi olarak kullanılacak bazı değişkenlerde 1996 yılından önceki dönemlere ait sağlıklı verilere ulaşılamadığı için 1996-2006 zaman aralığı seçilmiştir. Bu zaman aralığında üçer aylık dönemler halinde kırkdört adet veriye ulaşılmaktadır. Kırkdört adet veri zaman serilerine uygulanacak testlerin anlamlılığı için yeterlidir.

Finansal gelişme göstergesi olarak, finansal aracılık oranı olarak tanımlanan finansal likit yükümlülükleri de içeren en geniş tanımlı para arzı L'nin, GSYİH'ya oranı (L/GSYİH) ile finansal derinlik göstergesi olarak tanımlanan M2Y/GSYİH oranı kullanılacaktır. Literatürde finansal derinlik göstergesi olarak genellikle M2/GSYİH oranı kullanılmaktadır. Fakat bizim analizimizde Türkiye ekonomisinde yaşanan dolarizasyon olgusu nedeniyle döviz tevdiat hesaplarında içeren M2Y para arzı tanımı kullanılacaktır.

Para politikası göstergeleri olarak da reel faiz oranı ve enflasyon oranı kullanılacaktır. Enflasyon oranı olarak TÜFE rakamları, reel faiz oranı olarakta üç aylık mevduat faiz oranı kullanılacaktır.

Nominal faiz oranlarından reel faiz oranlarına ulaşmak için Fisher eşitliği kullanılmaktadır. Burada i_r reel faiz oranını, i nominal faiz oranını, π^e beklenen enflasyon oranını göstermektedir ;

$$i_r = i + \pi^e$$

Fakat Fisher eşitliği reel faiz oranları için yaklaşık bir sonuç vermektedir. Özellikle uzun süreli yüksek enflasyon yaşanan bir ülkede reel faiz oranının aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanması daha doğru sonuç vermektedir.²²³

$$\dot{i}_r = ((1+i)/(1+\pi^e)) - 1$$

Nominal üç aylık mevduat faiz oranları yukarıdaki formül kullanılarak reel hale getirilmiştir. TÜFE (2000-100) verileri OECD'den, diğer kullanılan veriler TCMB'den sağlanmıştır.

3. AMPİRİK SONUÇLAR

Finansal gelişme göstergeleri ile para politikası göstergeleri arasında bir nedenselliğin olup olmadığını belirlemek ve varsa bu nedenselliğin yönünü tespit etmek için Granger nedensellik testi uygulanacaktır. Granger nedensellik testi yapmadan önce serilerin durağan olup olmadığının belirlenmesi gerekmektedir. Serilerin durağan olup olmadığını belirlemek için önce birim kök testi yapılacaktır.

²²³ İlyas Şıklar, **Finansal Ekonomi**, (T.C Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayını No: 841, Eskişehir, Ekim 2004), s:53

3.1. Birim Kök Testi Sonuçları

Yapılan durağanlık testi sonuçlarına göre finansal derinlik (FD) ile finansal aracılık oranı (L) düzeylerinde, $I(0)$ durağan çıkmış yani birim kök içermediği anlaşılmıştır. Enflasyon oranı (CPI) ile reel faiz oranı (R) düzeylerinde durağan çıkmamıştır. Bu yüzden enflasyon oranı ile reel faiz oranının birinci farkları alınmış ve bu iki gösterge birinci farklarında, $I(1)$ durağan çıkmıştır. Finansal derinlik ve finansal aracılık oranının da birinci farkların alınmış, bu iki gösterge birinci farklarında durağan çıkmıştır. Zaman serilerinin ADF test sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir. Değişkenlerin önündeki Δ değişkenlerin birinci farklarının alındığını belirtmektedir.

Tablo3: ADF Birim Kök Test Sonuçları (Düzey)

Değişkenler	ADF	McKinnon Kritik Değerleri		
		%1	%5	%10
L	-4.020548 (1)	-3.5930	-2.9320	-2.6039
FD	-3.979332 (1)	-3.5930	-2.9320	-2.6039
logCPI	-0.728360 (1)	-3.5930	-2.9320	-2.6039
R	-2.583506 (1)	-3.5930	-2.9320	-2.6039

* Parantez içerisindeki değer gecikme sayısını göstermektedir.

Tablo4: ADF Birim Kök Test Sonuçları (Birinci Farklar)

Değişkenler	ADF	McKinnon Kritik Değerleri		
		%1	%5	%10
ΔL	-19.54372 (1)	-3.5973	-2.9339	-2.6048
ΔFD	-19.33494 (1)	-3.5973	-2.9339	-2.6048
$\Delta \log CPI$	-3.819287 (1)	-3.5973	-2.9339	-2.6048
ΔR	-5.703320 (1)	-3.5973	-2.9339	-2.6048

* Değişkenlerin önündeki Δ değişkenlerin birinci farklarının alındığını belirtmektedir.

** Parantez içerisindeki değer gecikme sayısını göstermektedir.

3.2. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Finansal gelişme ve yenilikler ile para politikası arasında bir belirlenme ilişkisinin olması bu nedenselliğin yönünü araştırmak üzere nedensellik testini anlamlı kılmaktadır. Bu yüzden finansal gelişme ve yenilik göstergeleri olan finansal aracılık oranı ve finansal derinlik göstergesi ile para politikası uygulamalarının etkilerinin en belirgin göstergesi olan reel faiz oranları ve enflasyon oranları arasında bir nedensellik irdelemesi yapılacaktır.

Tablo5: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gecikme:8)

H ₀ Hipotezi	Gözlem	F-istatistiği	P-değeri(olasılık)
DlogCPI, DFD'nin Granger Nedeni Değildir	35	0.60049	0.76551
DFD, DlogCPI'nin Granger Nedeni Değildir		5.23435	0.00172

* %10 anlamlılık düzeyinde $p < 0.10 \Rightarrow H_0$ hipotezi reddedilir.

** %5 anlamlılık düzeyinde $p < 0.05 \Rightarrow H_0$ hipotezi reddedilir.

*** %1 anlamlılık düzeyinde $p < 0.01 \Rightarrow H_0$ hipotezi reddedilir.

**** Tablolardaki D harfi serilerin birinci farkının alındığını göstermektedir.

Finansal derinlik ile enflasyon oranı arasında yapılan Granger nedensellik testi sonuçları yukarıdaki tablo da görülmektedir. Yapılan Granger nedensellik testi sonuçlarına göre %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyinde finansal derinlik enflasyonun nedeniyken (H_0 hipotezi reddedilir), enflasyon finansal derinliğin nedeni değildir (H_0 hipotezi kabul edilir). Finansal derinlikten enflasyona doğru tek yönlü nedensellik vardır.

Tablo6: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gecikme:8)

H₀ Hipotezi	Gözlem	F-istatistiği	İhtimal
DlogCPI, DL'nin Granger Nedeni Değildir	35	0.60822	0.75953
DL, DlogCPI'nin Granger Nedeni Değildir		5.07575	0.00204

* %10 anlamlılık düzeyinde $p < 0.10 \Rightarrow H_0$ hipotezi reddedilir.

** %5 anlamlılık düzeyinde $p < 0.05 \Rightarrow H_0$ hipotezi reddedilir.

*** %1 anlamlılık düzeyinde $p < 0.01 \Rightarrow H_0$ hipotezi reddedilir.

**** Tablolardaki D harfi serilerin birinci farkının alındığını göstermektedir.

Finansal aracılık oranı ile enflasyon oranı arasında yapılan Granger nedensellik testi sonuçları yukarıdaki tablo da görülmektedir. Yapılan Granger nedensellik testi sonuçlarına göre %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyinde finansal aracılık oranı enflasyonun nedeniyken (H_0 hipotezi reddedilir), enflasyon finansal aracılık oranının nedeni değildir (H_0 hipotezi kabul edilir). Finansal aracılık oranından enflasyona doğru tek yönlü nedensellik vardır.

Tablo7: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gecikme:8)

H₀ Hipotezi	Gözlem	F-istatistiği	İhtimal
DR, DFD'nin Granger Nedeni Değildir	35	2.72996	0.03659
DFD, DR'nin Granger Nedeni Değildir		1.63593	0.18342

* %10 anlamlılık düzeyinde $p < 0.10 \Rightarrow H_0$ hipotezi reddedilir.

** %5 anlamlılık düzeyinde $p < 0.05 \Rightarrow H_0$ hipotezi reddedilir.

*** %1 anlamlılık düzeyinde $p < 0.01 \Rightarrow H_0$ hipotezi reddedilir.

**** Tablolardaki D harfi serilerin birinci farkının alındığını göstermektedir.

Finansal derinlik ile reel faiz oranı arasında yapılan Granger nedensellik testi sonuçları yukarıdaki tablo da görülmektedir. Yapılan Granger nedensellik testi sonuçlarına göre %10 ve %5 anlamlılık düzeyinde reel faiz oranı finansal derinliğin nedeniyken (H_0 hipotezi reddedilir), finansal derinlik reel faiz oranının nedeni değildir (H_0 hipotezi kabul edilir). Reel faiz oranından finansal derinliğe doğru tek yönlü nedensellik vardır.

Tablo8: Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gecikme:8)

H₀ Hipotezi	Gözlem	F-istatistiği	İhtimal
DR, DL'nin Granger Nedeni Değildir	35	2.93994	0.02734
DL, DR'nin Granger Nedeni Değildir		1.54315	0.21110

* %10 anlamlılık düzeyinde $p < 0.10 \Rightarrow H_0$ hipotezi reddedilir.

** %5 anlamlılık düzeyinde $p < 0.05 \Rightarrow H_0$ hipotezi reddedilir.

*** %1 anlamlılık düzeyinde $p < 0.01 \Rightarrow H_0$ hipotezi reddedilir.

**** Tablolardaki D harfi serilerin birinci farkının alındığını göstermektedir.

Finansal aracılık oranı ile reel faiz oranı arasında yapılan Granger nedensellik testi sonuçları yukarıdaki tablo da görülmektedir. Yapılan Granger nedensellik testi sonuçlarına göre %10 ve %5 anlamlılık düzeyinde reel faiz oranı finansal aracılık oranının nedeniyken (H_0 hipotezi reddedilir), finansal aracılık oranı reel faiz oranının nedeni değildir (H_0 hipotezi kabul edilir). Reel faiz oranından finansal aracılık oranına doğru tek yönlü nedensellik vardır.

Genellikle nominal faiz oranına, politika yapıcılar tarafından piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan finansal baskı politikalarının finansal gelişmeyi engellediği düşünülmektedir. Yaptığımız çalışmada reel faiz oranlarından finansal gelişmeye doğru nedenselliğin bulunması bu savı doğrular niteliktedir.

Yatırımcılar ve finansal kurumlar belirsizliklerden ve yasal düzenlemelerden kaçınmak amacıyla yeni finansal ürünleri piyasaya sunmaya istekli olmakta, bilgisayar teknolojilerinde ki gelişmeler de bu sürece olumlu katkı yapmaktadır. Finansal piyasalarda kullanılabilecek olan finansal araç sayısı artmakta, ayrıca kullanılabilecek fon miktarı da bu gelişmeye paralel olarak artmaktadır. Bu süreç finansal gelişme olarak adlandırılmakta ve bu süreç içerisinde artan finansal araç sayısı ve fon miktarıyla beraber finansal derinleşme de gerçekleşmektedir. Nakit yerine kullanılan kredi kartı vb. gibi ürünler nakit para talebine olan talebi etkilerken, yasal düzenlemelerden

kaçınmak için ortaya çıkarılan finansal ürünler de uygulanan para politikalarından istenen sonuçların alınmasını engellemektedir. Yapılan Granger nedensellik testi sonuçları bu doğrultuda çıkmış, para politikası uygulamasının göstergesi olan enflasyon oranı ile finansal gelişme arasında, finansal gelişmeden enflasyona doğru bir nedensellik bulunmuş, finansal gelişmenin para politikasını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

SONUÇ

Ülkelerin gelişmelerini ve sanayileşmelerini gerçekleştirebilmeleri için ihtiyaç duydukları önemli faktörlerden biri olan yatırımların artırılabilmesi, kullanılabilir fonlarının yeterli düzeyde ve nitelikte olmasına bağlıdır. Ancak finansal piyasalarda yatırımlara aktarılacak bu fonlar oldukça kısıtlıdır. Ayrıca mevcut fonların en düşük maliyet ve en fazla verimlilikle kullanılmasının her zaman mümkün olmaması da önemli bir sorun oluşturmaktadır. Bu nedenle, gelişmiş, derinleşmesini tamamlamış finans piyasalarına ve bu piyasalardaki araç ve kurum çeşitliliğine, büyük ihtiyaç duyulmaktadır.

Dünya ekonomisi 1970’li yıllardan itibaren, küreselleşme süreciyle birlikte, yeniden yapılanma içerisine girmiştir. Gelişmiş ülkeler, kendi sermayelerine daha karlı yatırım alanları yaratabilmek, geliştirmek olan ülkeler ise, büyümenin finansmanı için ihtiyaç duydukları fonları sağlayabilmek amacıyla, finansal piyasalarına serbestlik kazandıracak politikaları uygulamaya koymuşlar, uyguladıkları serbestleşme politikalarıyla, finans piyasalarını tüm miktar ve fiyat sınırlamalarından arındırmışlardır.

Türkiye ekonomisi 24 Ocak 1980 kararları ile birlikte dünyada yaşanan liberalizasyon sürecine paralel bir şekilde dışa açılma ve serbestleşme sürecine girmiştir. 1980’li yılların başında önce mal ve hizmet ticaretinin liberalizasyonu ile ulusal piyasalar dış piyasalara açılmış, daha sonra faiz oranları üzerindeki baskı kaldırılarak iç finansal liberalizasyon tamamlanmıştır. 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 Sayılı Kararla dış finansal liberalizasyonda tamamlanmıştır.

Yaşanan teknolojik gelişme hayatın her alanını olduğu gibi finansal piyasaları da derinden etkilemiş, özellikle bilgisayar ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler sayesinde finansal liberalizasyon uygulamaları ile birlikte artık fon transferi yapmak çok daha kolaylaşmıştır. Yatırımcılar ve finansal kurumlar belirsizliklerden ve yasal düzenlemelerden kaçınmak amacıyla yeni finansal ürünleri piyasaya sunmaya başlamış, bilgisayar teknolojilerinde ki gelişmeler de bu sürece olumlu katkı yapmıştır.

Finansal araç sayısının artışı sonucunda tasarruflarını finansal piyasalarda değerlendiren tasarruf sahipleri yeni ürünleri kullanma imkanına kavuşmaktadırlar. Bunun yanında her türlü gelir grubuna yönelik yeni ürünler ortaya çıkmakta, daha önce tasarrufları düşük kaldığı için bunları finansal piyasalarda kullanamayan yeni tasarruf sahipleri piyasaya tasarruflarını sunmakta, bu sayede finansal piyasalar bir yandan gelişmekte bir yandan da derinlik kazanmaktadır.

Teknolojik gelişme sonucu kredi kartı vb. yeni finansal araçlar ortaya çıkmış, kullanım, taşıma ve güvenlik unsurları nedeniyle nakit para yerine bu araçlar talep edilir hale gelmeye başlamış, bu finansal araçlar para gibi kullanılmaya başlamış, parayı ikame eder duruma gelmiştir. Teknolojik gelişmeler ve paranın evrim sürecinde meydana gelen değişimler, bu değişimlerin para politikasını etkileyip etkilemeyeceği konusunda tartışmaların ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Kesin bir görüş olmamasına karşın, türev ürün olarak adlandırılan finansal yeniliklerin piyasaların gelişimine olumlu katkıları olduğu ancak, yenilik sürecinin para arzı ve talebi üzerinde yarattığı belirsizlik nedeniyle, para otoritelerinin karar alma sürecini etkileyerek, merkez bankası işlem türlerinde ve politikalarında değişime yol açtığını söylemek mümkündür. Finansal yenilikler rezerv çarpanları ve para arzları üzerinde artırıcı bir etki yapmaktadır. Para talebinde meydana gelen azalma ve düşük munzam karşılıklı işlemler, rezerv çarpanını ve para arzlarını artırmaktadır. Finansal yenilikler bireylerin para talebinin ve aynı zamanda toplam varlıklar içerisinde düşük getirirli varlıkların payının da azalmasına yol açmaktadır. Finansal ürün ve süreçlerde yaşanan hızlı değişim para talebinin istikrarsızlığını artırmakta ve para talebi tahmini güçleşmektedir.

Türkiye ekonomisi üzerine yaptığımız bu çalışmada finansal gelişmenin para politikasını etkileyip etkilemediği sorusuna cevap aranmıştır. 1996-2006 yılları arasını kapsayan finansal gelişme göstergeleri ile para politikası göstergelerinin üç aylık değerleriyle yaptığımız Granger nedensellik testi sonuçları, nominal faiz oranına, politika yapıcılar tarafından piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan finansal baskı politikalarının finansal gelişmeyi

engellediği tezini destekler nitelikte çıkmış, reel faiz oranından finansal gelişmeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Yatırımcılar ve finansal kurumlar belirsizliklerden ve yasal düzenlemelerden kaçınmak amacıyla yeni finansal ürünleri piyasaya sunmakta, bilgisayar teknolojilerinde ki gelişmeler de bu sürece olumlu katkı yapmakta, finansal piyasalarda kullanılabilir olan finansal araç sayısı ve kullanılabilir fon miktarı da bu gelişmeye paralel olarak artmakta, bu sürece de genel anlamıyla finansal gelişme denmektedir. Bu süreç sonucunda, nakit yerine kullanılan kredi kartı vb. gibi ürünler nakit para talebine olan talebi etkilerken, yasal düzenlemelerden kaçınmak için ortaya çıkarılan finansal ürünler de uygulanan para politikalarından istenen sonuçların alınmasını engellemektedir. Yapılan Granger nedensellik testi sonuçları bu doğrultuda çıkmış, para politikası uygulamasının göstergesi olan enflasyon oranı ile finansal gelişme arasında, finansal gelişmeden enflasyona doğru bir nedensellik bulunmuş, finansal gelişmenin para politikasını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

KAYNAKÇA

- ABAN, Ernur Demir. “Merkez Bankaları ve Türev Piyasa Riskleri”, **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, Ankara 2002
- ADDA, Jacques. **Ekonominin Küreselleşmesi**, İstanbul: İletişim Yayınları, 1. Basım, 2003
- AGNOLI, Myriam Quispe. “Monetary Policy Alternatives for Latin America”, **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, Third Quarter, 2001
- AKALIN, Gülsüm ve KESİKOĞLU, Ferdi. “Türkiye’de Kayıtdışı Ekonomi ve Büyüme İlişkisi”, **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 3, Sayı 5, 2007
- AKÇAY, Memduh Aslan. “Para Politikası Araçları: Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar”, **T.C Devlet Planlama Teşkilatı Uzmanlık Tezi**, Yayın No:2483, Ankara 1997
- AKGİRAY, Vedat. “Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya” Katkıları , **İMKB Dergisi**, Cilt:2 No:5, Ocak-Mart, 1998
- AKHTAR, M.A.. “Financial Innovations and Their Implications for Monetary Policy: An International Perspective”, **BIS Economic Papers**, No:9, Aralık 1983
- ALP, Ali. **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, Ankara: İMKB Yayınları, Aralık 2002,
- ARESTIS, Philip. ve DERNETRIADES, Panicos. “Financial Liberalization: The Experience Of The Developing Countries”, **Eastern Economic Journal**, 1999, Vol.25, Issue 4
- ASLAN, Özgür., ve KÜÇÜKAKSOY, İsmail. “Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, sayı:4, 2006
- ATTANASIO O., Guiso L., Japelli T. “The Demand for Money, Financial Innovation and The Welfare Cost of Inflation: An Analysis With Households”, **Center for Studies in Economics and Finance Working Paper**, No:3 2001
- AUBRY, J. P, ve NOTT, L. **Measuring Transaction Money in a World of Financial Innovation**, Annual Bank of Canada Conference, 1999
- AYBAR, C. Bülent. “Yeni Kur Politikası: Ne Tür Bir Dalgalanma?”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 181, Nisan 2001

- BALINO, T.. **Instruments of Monetary Policy:Technical Aspects**, IMF Seminar On Central Banking
- BAYDUR, Cem Mehmet.ve SÜSLÜ, Bora. “1990’lı Yıllarda Türkiye’de Para Politikası Uygulamasında Çıpalar”, **İMKB Dergisi**, Cilt:6, Sayı:21, 2002
- BAYRAKTUTAN, Yusuf ve ARSLAN, İbrahim. “Türkiye’de Döviz Kuru, İthalat ve Enflasyon İlişkisi: Ekonometrik Analiz 1980-2000”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, C.V S:2 2003
- BİLİR, Burcu. “Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği”, **Yüksek Lisans Tezi**, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir 2006
- CECCHETTI, S.,“The New Economy and The Challenges For Macroeconomic Policy”, **Working Paper Series** 8935
- ÇAĞLARIRMAK USLU, Nilgün, “ Finansal Piyasalarda Etkinlik ve Etkinliğin zayıf Formda Test Edilmesi”, **Yayınlanmamış Doktora Tezi** , Anadolu Üniversitesi, Eskişehir 2002
- ÇOLAK, Faruk ve ÖÇAL, Tezer. **Finansal Sistem ve Bankalar** ,Nobel Yayın Dağıtım, Ankara
- ÇOLAKOĞLU, Bayram.“Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında T.C Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (4) 2002/2
- , “T. C. Merkez Bankası Para Politikasının Güvenilirliği”, **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Y:40, S:475, Ekim 2003
- DAĞDEMİR,Özcan.“Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Sürecinde Gelir Dağılımı ve Bölüşüm İlişkileri”, **Eskişehir Ticaret Odası Dergisi**, Y:19, S:84, Mayıs 200
- DELİCE, Güven. “Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, S:55-1,Ocak-Mart 2000
- DEMİR, Gülten. “IMF Modeli ve Krizler”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Aralık 2003
- DİLEYİCİ, Dilek. “Parasal İstikrar Amacını Sağlamada Para Politikalarının Kullanımı”, **Kamu Tercih ve Anayasal İktisat Dergisi**, Sayı:2 Yıl:1, Nisan-Mayıs-Haziran 2001
- ERÇEL, Gazi. “Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Kasım 1996

ERDOĞAN, Seyfettin. “Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (9) /1, 2005

_____, “İktisat Politikası Uygulamaları Üzerindeki Etkileri Açısından Yeni Ekonomi”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, sayı:2, 2004

ERİM, Neşe ve TÜRK, Armağan. “Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme,” **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** (10) / 2 ,2005

ERTEKİN, Meriç Subaşı. “Türkiye’de 980 Sonrasında Döviz Kuru Politikaları ve Dış Ticaret”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, C: 3, S: 1, Haziran 2001

ERSEL Hasan ve ÖZTÜRK Emin, “Para Politikası Uygulamaları ve Para Miktarı”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği No:9207**, Eylül 1992

ESCHENBACH, Felix. “Finance and Growth: A Survey Of The Theoretical And Empirical Literature”, **Tinbergen Institute Discussion Paper**, TI2004-039/2

ESEN, Oğuz. “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirisel Bir Yaklaşım”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:145,1998

ESER, Kadir. “Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki etkileri”, **Hazine Dergisi**, sayı:1 , 1996

FISCHER, Stanley. “Maintaining Price Stability “,**Finance And Development**, Aralık 1996, 33,4

FRIEDMAN, Benjamin M.. “The Future of Monetary Policy: The Central Bank As an Army With Only a Signal Corps”, **NBER Working Paper**, Kasım 1999

FURSTENBER, G Geoerge M. Von. FRIATTINI Michelle, “Indicators of Financial Development”, **North American Journal of Economics**, Cilt No:7,Sayı:1

DAMODAR, N Gujarati. **Temel Ekonometri**, Çeviren: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, Literatür Yayıncılık, Birinci Basım, İstanbul, Ekim 1999

GÜNÇAYDI, Öner ve KÜÇÜKÇİFTÇİ, Suat. “Türkiye’de Finansal Liberalleşme Sürecinin Başarımı ve Mali Kesim Üzerine Bir Değerlendirme”, **ODTÜ Gelişme Dergisi**, 29 (1-2), 2002

GÜNEŞ, Hurşit. **Türkiyede Para Arzı Kontrol Araçlarının Etkinliği**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No:9, İstanbul 1990

HACIHASANOĞLU, Burçin. “Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi”, **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Haziran 2005

İNAN, Alpan. “Kur Rejimi ve Türkiye”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:40 2000

İNSEL, Aysu ve SUNGUR, Nesrin. “Sermaye Akımlarının Temel Makro ekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2003/8, aralık 2003

İŞYAR, Yüksel. **Ekonometrik Modeller**, Vipaş Yayınevi, Bursa 1999, 2:Baskı

JACOME Luis I., ve VAZQUEZ Francisco, “Any Link Between Legal Central Bank Independence And inflation? Evidence From Latin America And The Caribbean”, **IMF Working Paper**, Nisan 2005, WP/05/75

KANSU, Aydan. **Döviz Kuru Sistemleri, Döviz Krizleri, Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, Derin Yayınları, İstanbul 2004

KAPLAN, Cafer. “Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri : Türkiye Örneği”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği No:9910**, Nisan 1999

KARABULUT, Gökhan. **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, İstanbul: Der Yayınevi, 2002

KARLUK, S. Rıdvan. **Uluslararası Ekonomi : Teori ve Politika**, İstanbul : Beta Bas.Yay.A.Ş 6.Baskı, Eylül 2002

_____, **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: Beta Yayınları, 1997

KAYTANCI, B. Gülümser. “Ödemeler Dengesi Kamu Açıkları ve Finansal Gelişme”, **Yayınlanmamış yüksek Lisans Tezi**, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, 2000

KESRİYELİ, Mehtap. “1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası gelişmeleri”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, Yayın No: 97/4, Ankara, Mart 1997

KHAN, M. S.. “Current Issues in the Design and Conduct Of Monetary Policy”, **IMF Working Paper**, WP/03/56, Mart 2003

KRUGMAN, Paul. A “Model of Balance of Payments Crises”, **Journal of Money Credit and Banking**, 11(3), 1979

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

LEITE, Sergio Pereira. **Monetary Policy Instruments**, IMF Monetary and Exchange Affairs Department, 1992

MANGIR, Fatih. “Finansal Deregülasyonun 1989-2001 Türkiye Ekonomisine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** Sayı: 16

MIHÇI,Sevinç. “Finansal Serbestleşme Sonrası Türkiye Ekonomisi”,**H.Ü.İktisadi İdari Bilimler Dergisi**, 18,2,83-107

MISHKIN, Frederic S.. “Strategies For Controlling Inflation”, **NBER Working Paper Series**, Working Paper 6122, Ağustos 1997

_____, “International Experiences With Different Monetary Policy Regimes”, **Journal of Monetary Economics**, (43) 1999

_____, “Inflation Targeting in Emerging Market Countries”,**NBER Working Paper Series**, Working Paper 7618, Mart 2000

_____, SAVASTANO Miguel A. “Monetary Policy Strategies for Latin America”, **Journal of Development Economics**, Sayı:66 2001

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

ORUÇ, Bora. **Finansal Sistemin Ekonomik Kalkınma ve Krizler Üzerindeki Etkileri** Sermaye Piyasası Kurulu Gözetim ve Denetleme Dairesi , Ekim:2002

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

ÖÇAL, Tezer ve ÇOLAK, Ö. Faruk. **Finansal Sistem ve Bankalar**, Ankara: Nobel Yayınları, 1999

ÖNDER, Timur. “Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması”, **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs 2005

ÖZALP, Pınar. “Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistem İçindeki Rolü : Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları” , **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs 2003

ÖZATAY, Fatih. “Türkiye Ekonomisi ve IMF Politikaları”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Y:18, S:207, Haziran 2003

ÖZCAN, Serkan. “Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar ve Türkiye Analizi”, **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara Mayıs 2006

ÖZDEMİR, K. Azim ve ŞAHİNBEYOĞLU, Gülbin. “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, Eylül 2000

ÖZGEN, Ferhat Başkan. **Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları**, Globalleşme Sürecinde Türkiye’de Finans Piyasalarının Gelişimi, Ege Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayını, İzmir Kasım 1998

ÖZTÜRK, Serdar. **Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul: Derin Yayınları, Yayın No:33, İstanbul 2003

PARASIZ, İlker. **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 7. Baskı, Ocak 2000

_____, **Türkiye Ekonomisi**, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 2003

SAÇKAN, Oğuzhan. “Genel Fiyat Düzeylerinin Belirlenmesinde Para ve Maliye Politikası Dominant Rejimler: Türkiye Örneği, 1988-2005”, **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Emisyon Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs 2006

SERDENGEÇTİ, Süreyya. “Merkez Bankası Para Politikası Uygulamaları ve Gelecek Dönem Hedefleri”, **İşveren Dergisi**, cilt:41, S:12, Eylül 2003

SERİN, Vildan. **Para Politikası: Tarihi, Teorik Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul: Fatih Yayınevi , 1987

SEYİDOĞLU, Halil. “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 4(2), 2003

SEYREK, İsmail. “Küreselleşme Sürecinde İktisat Politikaları ve Yakınsama Tezi”, **G.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi Özel Sayı**, 2002

SOYDEMİR, Selim. **Türkiye’de Finansal Fon akımları**, Ankara: SPK Yayınları, Birinci Basım, 1998

ŞIKLAR, İlyas. **Finansal Ekonomi**, T.C Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayını No: 841, Eskişehir, Ekim 2004

ŞIKLAR, İlyas. “Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar”, **Yayınlanmış Doktora Tezi**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1991

TABAK, Şule Şenel. “Elektronik Para ve Merkez Bankacılığı” , **Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara 2002

TCMB. Enflasyon Hedefi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, s:2005

TUNAY, K. Batu. **Türkiye’de 1980-1995 Döneminde Para Politikalarının Gelişimi**, İstanbul: Alfa Yayınevi, 1998

ÜNSAL, Hilmi. “Türkiye’de Finansal Serbestleşme Sürecinde İç Borçlanma ve Sermaye Piyasası Üzerinde ki Etkileri”, **G.Ü.İ.İ.B.F Dergisi** ,3/2003

VENET, Baptiste. **Fianansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme: Literatüre Eleştirel Bir Bakış** ,Çev.Canar Özaltay,İktisat Dergisi,2003

YENTÜRK, Nurhan. **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Aralık 2003

YETİM, Sedat. “Kur Bandları, Para Politikası ve Türkiye İle Meksika Krizleri”, **Hazine Dergisi**, Sayı:7 Temmuz 1997

YILDIRIM, Kemal ve KARAMAN, Doğan. **Makroekonomi**, Eskişehir: 4. Basım, 2005

YURDAKUL, Funda. “Türkiye’de Enflasyon Sürecinde Yapısal Kırımlar”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Ocak-Mart 2001

İnternet Kaynakları:

AKDİŞ, Muhammet. **Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler**, <http://makdis.pamukkale.edu.tr/>

BALİ, Bülent ve ÇELEN, Mustafa. **Finansal Piyasalar ile İç Borçlanma Maliyeti İlişkisi: AB Ülkeleri İle Bir Karşılaştırma**
www.marmara.edu.tr/maliyesempozyumu/tebligler/2-3.doc

BİNAY, Şükrü ve KUNTER, Kürşat. **Mali Liberalleşmede Merkez Bankası’nın Rolü (1980-1997)**, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Aralık 1998 <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper2.html>

CALVO Guillermo A. ve, VEGH Carlos A., **Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries**, <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciercrp 1.pdf>

GOODHART, Charles. **Can Central Bank Survive The IT Revolution**<http://www.worldbank.org/research/interest/confs/upcoming/papersjuly11/goohart.pdf>

Hazine Dergisi, Cumhuriyetin 80. Yılı Özel Sayısı, Ekonomik Araştırmalar Gen. Müd <http://www.hazine.gov.tr/makaleler/80yildergi.pdf>

JOHNSON. Manuel H.. **The New Economy: Implications for Monetary Policy**
<http://www.cato.org/events/money/papers/johnson.pdf>

ÖZBİLEN, Şevki. **Finansal deregülasyonun Türkiye Ekonomisine Etkileri**
www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/sevki1.pdf

SARAÇOĞLU, Rüştü. **1990 Yılına Girerken Türk Ekonomisi**
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprogram/turkekonomisi.html>

YILDIRIM, Oğuz. **Türkiye’de Parasal Programlama ve Enflasyon Hedeflemesi**
http://www.geocities.com/ceteris_tr/o_yildirim7.doc

<http://www.spk.gov.tr/Hakkinda/index.html?tur=gorevimiz>

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kuresel.pdf>

<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx?tabid=100>

www.mmd.org.tr/eserler/VadeliIslemOpsiyonBorsasi_Mabanoz.doc

<http://www.e-aso.org.tr/html/TUR/asomedyas/kasim2005/buyuteckasim2005.html>

http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#parapolitikasi

http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#fiyatistikrari