T.C.

İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKASINA ETKİSİ : TÜRKİYE UYGULAMASI

KADRİYE KAVAS

2501080109

TEZ DANIŞMANI

Yrd. Doç. Dr. ZAHİDE AYYILDIZ ONARAN

İSTANBUL, 2011

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüz **PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR** Bilim Dalında **2501080109** numaralı **KADRİYE KAVAS'IN** hazırladığı **"FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKASINA ETKİSİ: TÜRKİYE UYGULAMASI""** konulu **YÜKSEK LİSANS / ~~DOKTORA~~ TEZİ** ile ilgili **TEZ SAVUNMA SINAVI**, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 15. Maddesi uyarınca **01/07/2011 CUMA** günü saat.**14.00'de** yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin Kabul ....."ne* **OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞUYLA~~** karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATİ(*)	İMZA
PROF.DR.N.SERDAR ONGAN	Kabul	
DOÇ.DR.HAKAN ONGAN	Kabul	
DOÇ.DR.DÜNDAR MURAT DEMİRÖZ	Kabul	
YRD.DOÇ.DR.MURAT BİRDAL	Kabul	
YRD.DOÇ.DR.ZAHİDE AYYILDIZ ONARAN	Kabul	

Besim Ömer Paşa Caddesi Beyazıt-34452-İstanbul
Tel:0212 526 13 38 – 0212 514 01 35 Fax: 0212 520 85 04

ÖZ

Bu çalışmanın temel amacı, 1992:1-2009:4 dönemi içinde Türkiye'de finansal serbestleşme ile para politikası arasındaki ilişkiyi ekonometrik analizle ortaya koymaktır. Bu çalışmada, amprik analizlerde finansal serbestleşmenin ölçüsü olarak sıkça kullanılan finansal açıklık oranı ile para politikasının başarı göstergesi olan enflasyon oranı arasındaki ilişki, EKK(En Küçük Kareler) yöntemiyle araştırılmıştır. Amprik analizden çıkan sonuçlara göre, finansal açıklık oranı ile enflasyon oranı arasında negatif yönlü ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

ABSTRACT

The basic aim of this study is to introduce the relationship between monetary policy and financial liberalization in Turkey for the period 1992:1-2009:4 by means of an econometric analysis. In this study, the relationship between financial openness ratio which is frequently used in emprical analysis for measure of financial liberalization and inflation rate which is the success criteria of monetary policy, is investigated with method of Least Square (OLS). According to the result of the empricial analysis, we determine that there is a negative relationship between financial openness rate and inflation rate.

ÖNSÖZ

Günümüzde dünya ekonomilerinin büyük çoğunluğunun finansal serbestleşme politikaları neticesinde sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırması, sermaye hareketlerinin bir ülkeden diğerine rahatça girip çıkabilmesini sağlamıştır. Fakat bu sermaye hareketlerinin genellikle reel yatırımlara değil de, spekülatif yatırımlara yönelmesi ve belirsizlik anında aniden çıkışı, Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerinin kırılganlığını artırmaktadır. Bu nedenle, 1980'li yıllardan itibaren uluslararası finans sistemindeki yapılanma ve yeniden önem kazanmaya başlayan Neo-liberal iktisat politikalarının etkisiyle sermaye hareketlerinin, uygulanmakta olan para politikasına etkisinin incelenmesi giderek önemli bir çalışma konusu haline gelmiştir.

Bu çalışmada Türkiye'de finansal serbestleşme sürecinde, finansal açıklığın uygulanan para politikalarına etkisi, En Küçük Kareler Yöntemi ile araştırılmaktadır.

Bu çalışmayı hazırlarken değerli fikirlerini benden esirgemeyen, her zaman desteğini hissettiğim değerli danışmanım Yrd. Doç. Zahide Ayyıldız Onaran'a, ekonometrik analizlerde yol gösteren değerli hocam Doç. Dr. Dündar Murat Demiröz'e, her zaman ve her koşulda yanımda olan aileme teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim.

Bu çalışmayı, hayatımın her anında varlığını bana hissettiren ve daima anısını yaşatacağım kıymetli babam Mehmet KAVAS'a ithaf ediyorum.

Kadriye KAVAS

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZ..... i

ABSTRACT..... i

ÖNSÖZ..... ii

İÇİNDEKİLER..... iii

ŞEKİLLER LİSTESİ..... vii

TABLOLAR LİSTESİ..... viii

KISALTMALAR LİSTESİ..... x

GİRİŞ..... 1

BİRİNCİ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME VE EKONOMİK SERBESTLEŞME

Sayfa

1.1. Küreselleşmenin Tarihsel Gelişimi……...……...4

1.2. Ekonomik serbestleşme……...6

1.2.1. Dış ticaretin Serbestleşmesi……....7

1.2.2.Finansal Serbestleşme…….10

1.2.2.1. İç Finansal Serbestleşme……...14

1.2.2.2. Dış Finansal Serbestleşme……....16

1.3. Finansal Serbestleşme Yaklaşımları……..18

1.3.1.McKinnon- Shaw Yaklaşımı (Finansal Baskı Kuramı)…….....18

1.3.2. Yapısalcı Yaklaşım……...21

1.3.3. Neo-Keynesyen Yaklaşım……....22

1.3.4.Post-Keynesyen Yaklaşım……....23

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASININ TEORİK ÇERÇEVESİ

2.1. Para Politikası ve Amaçları……...25

2.1.1. Parasal Aktarım Mekanizması……..26

2.1.1.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı……..28

2.1.1.2. Kredi Kanalı…….28

2.1.1.2.1. Banka Kredisi Kanalı……...28

2.1.1.2.2. Bilanço Kanalı…… 29

2.1.1.3. Döviz Kuru Kanalı……...29

2.1.1.4. Hisse Senedi Kanalı…….30

2.1.1.5. Beklenti Kanalı…….....31

2.2. Para Politikası Staratejileri…….31

2.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi……..32

2.2.2. Parasal Hedefleme……34

2.2.3. Enflasyon Hedeflemesi…….35

2.3.Para Politikası Araçları……...39

2.3.1. Dolaysız Para Politikası Araçları……..40

2.3.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri……..40

2.3.1.2. Kredi Tavanı Uygulaması…….40

2.3.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Oranları……...40

2.3.1.4. Disponibilite Oranı……....40

2.3.1.5. Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi…. 41

2.3.1.6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredi Kontrolü…....41

2.3.1.7. Tüketici Kredi Kontrolü……41

2.3.1.8. İkna Yolu……...41

2.3.2. Dolaylı Para Politikası Araçları…….42

2.3.2.1. Açık Piyasa İşlemleri…….....42

2.3.2.2. Reeskont Oranı.....44

2.3.2.3. Zorunlu Karşılık Oranları.....45

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİNDE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI

3.1. 1980 Öncesi İthal İkameci Yapılanma.....47

3.2. 1980 Sonrası Dönem.....47

3.3. 1989-1999 Dönemi.....54

3.3.1. 1994 Krizi.....59

3.3.2. 1994-1999 Dönemi.....62

3.4. 2000-2010 Dönemi.....68

3.4.1. Kasım 2000 Krizi.....70

3.4.2. Şubat 2001 Krizi..... 71

3.4.3. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerinin Genel Değerlendirmesi.....72

3.4.4. 2002-2004 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı.....79

3.4.5. 2006 Enflasyon Hedeflemesine Geçiş.....86

3.4.6. 2008 Küresel Mali Kriz.....90

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKASINA ETKİSİNİ İNCELEYEN EKONOMETRİK BİR ANALİZ

4.1. Literatür Taraması.....98

4.2. Veri Seti ve Ekonometrik Yöntem.....101

4.2.1. Veri Seti.....101

4.2.2. Ekonometrik Yöntem.....102

4.3. Amprik Analiz.....105

SONUÇ.....109

KAYNAKÇA.....112

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1.1: Dünya İhracat ve GSYH Gelişimi 1720-1996..... 8

Şekil 2.1: Parasal Aktarım Mekanizması……27

Şekil 3.1:Türk Ekonomisinde Fiyat Enflasyonu ve Döviz Kuru Gelişimi……..74

Şekil 3.2: Türkiye'de Enflasyonist Süreç Grafiği..... 87

Şekil 3.3: İhracatta ve İthalataYaşanan Değişimler.....94

Şekil 3.4: Doğrudan ve Portföy Yatırımlarında Yaşanan Değişimler.....95

Şekil 4.1: Normal Dağılım Sınaması ve Jarque-Bera Testi.....106

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa

Tablo 1.1 : Küresel Sermaye Piyasasının Özeti.....13

Tablo 3.1 : Başlıca Parasal Göstergeler.....51

Tablo 3.2 : 1980-1988 Dönemi Temel Makro Ekonomik Göstergeleri.....54

Tablo 3.3 : 1990-1994 Dönemi Temel Makro Ekonomik Göstergeleri.....59

Tablo 3.4 : DİBS'in Alıcılara Göre Dağılımı.....60

Tablo 3.5 : 1995-1999 Dönemi Temel Makro Ekonomik Göstergeleri.....67

Tablo 3.6 : 2000 İstikrar Programı Performans Kriterleri ve Hedefleri.....69

Tablo 3.7 : Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri.....72

Tablo 3.8 : Para Tabanı ve Net İç Varlıklar Büyüklüklerindeki Değişmeler.....76

Tablo 3.9 : Mevduat Gelişmeleri.....78

Tablo 3.10 : Enflasyon Göstergeleri.....78

Tablo 3.11: 2002 Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri...79

Tablo 3.12: Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları.....80

Tablo 3.13: 2003 Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri...82

Tablo 3.14: 2004 Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri...84

Tablo 3.15: 2000-2004 Dönemi Temel Makro Ekonomik Göstergeleri.....86

Tablo 3.16: 2006 Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası, Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Gerçekleşmeleri.....88

Tablo 3.17: 2007 Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası, Belirsizlik Aralığı

ve Enflasyon Gerçekleşmeleri.....89

Tablo 3.18: 2008 Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası, Belirsizlik Aralığı

ve Enflasyon Gerçekleşmeleri.....90

Tablo 3.19: 2008 Yılı Politika Faiz Oranı Değişiklikleri.....91

Tablo 3.20: 2005-2010 Dönemi Temel Makroekonomik Göstergeleri.....97

Tablo 4.1 : Ekonometrik Analizde Kullanılan Değişkenler ve Tanımları.....102

Tablo 4.2 : En Küçük Kareler Yöntemi Sonuçları.....105

Tablo 4.3 : White Testi Sonuçları.....107

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD : Amerike Birleşik Devletleri

APİ : Açık Piyasa İşlemleri

AT : Avrupa Topluluğu

BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

BOE : Bank Of England (İngiltere Merkez Bankası)

BSB : Bağımsız Sosyal Bilimciler

DİBS : Devlet İç Borçlanma Senetleri

DPT : Devlet Planlama Teşkilatı

DTM : Dış Ticaret Müsteşarlığı

EMP : Enflasyonla Mücadele Programı

EVDS : Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

GATT : Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Antlaşması

GSMH : Gayri Safi Milli Haslı

GSYİH : Gayri Safi YurtİçiHasıla

HM : Hazine Müsteşarlığı

IMF : Uluslararası Para Fonu

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KİT : Kamu İktisadi Teşekkülleri

NİV : Net İç Varlıklar

NUR : Net Uluslararası Rezervler

OECD : Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü

OPEC : Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü

PPK : Para Politikası Kurulu

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

TCMB : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TEFE : Toptan Eşya Fiyat Endeksi

TMSF : Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

TÜFE : Tüketici Fiyat Endeksi

ÜFE : Üretici Fiyat Endeksi

WB : Dünya Bankası

WTO : Dünya Ticaret Örgütü

VDMK : Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

GİRİŞ

Ekonomik, siyasi, sosyal ve kültürel alanlarda bazı ortak değerlerin, yerel ve ulusal sınırları aşarak dünya çapında yayılması olarak tanımlanan küreselleşme olgusu günümüzde, ülke ekonomilerinin birbirlerine entegre olma sürecini başlatmıştır. Bu süreç öncelikle dış ticarette etkisini göstermiştir. 1980'li yılların sonlarına doğru teknolojik gelişmelerin de etkisiyle, finansal piyasalarda küreselleşme ve sermaye mobilitesi, sürecin en belirgin unsurları haline gelmiştir.

Küreselleşmeyi tarihsel açıdan incelediğimizde 2 aşamada gerçekleştiği görülmektedir. 1870 ile 1913 yılları arasında gerçekleşen ilk küreselleşme dalgası buharlı makinanın buluşu ve ulaşım ağının gelişmesiyle başlamaktadır. 1. Dünya Savaşı ile birlikte, serbest ticaret ve sermaye politikaları yerini sermaye kontrollerine ve ticari korumacılığa bırakmıştır. İki dünya savaşı arasındaki dönemde ülkelerin bozulan ekonomik durumları neticesinde milli gelir ve istihdam düzeylerindeki daralma, ülkeleri dünya pazarındaki yerlerini koruyabilmek için rekabetçi politikalar uygulamaya itmiştir. İkinci küreselleşme dalgası ise, 1970'li yılların ortalarından itibaren gelişmekte olan ülkelerde sermaye darboğazının yaşanmasıyla başlamıştır. Sanayileşmiş ülkelerin ellerindeki sermaye fazlası, uluslararası finans kuruluşları aracılığıyla bu ülkelere yönlendirilmiştir. Teknolojide yaşanan gelişmelerin yanısıra, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların da etkisiyle, küreselleşmenin öngördüğü politikalar hızlıca yayılmaya başlamıştır.

Küreselleşen dünyada ekonomilerin birbirlerine entegre olması neticesinde, sermaye akımlarının uluslararası nitelik kazanması ve ülke ekonomilerine giriş ve çıkışları, uygulanmakta olan ekonomi politikalarının niteliklerinin değişimine sebebiyet vermiştir. Sermaye hareketleri, gerek parasal tabana gerekse aktarım kanalları yoluyla toplam talebe ve fiyatlara yaptığı etki nedeniyle para otoriteleri tarafından göz ardı edilemez bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Böylece para otoriteleri, para politikası kararlarını alırken iç dinamiklerin yanında, sermaye hareketlerini de göz önünde bulundurmaktadır. Bu bağlamda, finansal serbestleşme ile para politikası ilişkisi son yıllarda yoğun olarak araştırılan ve tartışılan bir konu haline gelmiştir.

Ulusal para biriminin değerini düşük enflasyona sahip olan gelişmiş bir ülkenin para birimine sabitlemek şeklinde uygulanan ve uzun bir tarihi geçmişe sahip olan döviz kuru hedeflemesi stratejisi, sermaye hareketliliğinin olduğu durumda, hedefleme yapan ülkenin bağımsız para politikası uygulayamamasına ve ülke ekonomisinin spekülatif etkilerle karşı karşıya kalmasına neden olmaktadır. Özellikle 1992 yılında yaşanan uluslararası döviz krizi nedeniyle, döviz kuru hedeflemesi günümüzde pek tercih edilmeyen bir para politikası stratejisi haline gelmiştir. Bir diğer para politika stratejisi olan parasal hedeflemesi stratejisi ise, parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişkinin kopması nedeniyle terk edilmiştir. Bu sebeple son dönemlerde para otoriteleri, ara hedef kullanmadan doğrudan fiyat istikrarını amaçlayarak enflasyon hedeflemesi stratejisine yönelmektedirler. Enflasyon hedeflemesi ilk olarak 1990 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Daha sonraları başta Kanada ve İngiltere olmak üzere birçok gelişmiş ülkede uygulanmış ve son yıllarda ise gelişmekte olan ülkelerde de tercih edilir bir para politikası stratejisi olmuştur.

Türkiye ise 2001 krizinden sonra para politikası stratejisini, öncelikle 2002 yılında örtülü enflasyon hedeflemesi, daha sonra 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi stratejisi olarak değiştirmiştir. Bu strateji ile birlikte uygulanan sıkı para ve maliye politikaları sayesinde enflasyon oranlarında ciddi düşüşler yaşanmıştır. 1989-1999 enflasyon oranı ortalaması %77.8 iken, bu oran 2002-2010 döneminde %12.04 seviyelerine çekilmiştir.

Finansal serbestleşme ile para politikası arasındaki ilişkiyi incelendiğimiz bu çalışmanın birinci bölümünde küreselleşme süreciyle birlikte önem kazanan ekonomik serbestleşme sürecinin tarihsel gelişimi, ekonomik serbestleşme türleri ve son olarak da ekonomik serbestleşmenin ikinci aşaması olan finansal serbestleşmenin teorik temelleri anlatılmaktadır.

İkinci bölümümüzde para politikasının teorik çerçevesi detaylandırılmaktadır. Merkez bankaları tarafından uygulanmakta olan para politikası stratejileri ve araçları detaylı biçimde anlatılmaktadır. Finansal serbestleşmeyle birlikte merkez

bankalarının para politikası amaç ve araçlarındaki değişiklikler ve modern merkez bankacılığında bağımsızlık kavramının önemine değinilmektedir.

Üçüncü bölümde ise para politikası ve finansal serbestleşmenin teorik çerçevesi ışığında, 1980-2010 dönemi içerisinde, Türkiye'de uygulanan para politikaları yıllar itibariyle incelenmektedir.

Ve son olarak dördüncü bölümde, Türkiye ekonomisi 1992-2009 dönemi için üç aylık verileri ile finansal açıklık ile enflasyon arasındaki ilişki, en küçük kareler yöntemi ile ortaya konulmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME ve EKONOMİK SERBESTLEŞME

1.1. KÜRESELLEŞMENİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Küreselleşme, ekonomik, siyasi, sosyal ve kültürel alanlarda bazı ortak değerlerin, yerel ve ulusal sınırları aşarak dünya çapında yayılmasını ifade etmektedir(DPT,2000:3). Bununla birlikte, küreselleşmenin en yaygın kullanımda mal ve hizmetlerin, üretim faktörlerinin, teknolojik birikimin ve finansal kaynakların ülkeler arasında serbestçe dolaşabildiği ve faktör, mal, hizmet ve finans piyasalarının giderek bütünleştiği bir süreç anlamı taşıdığı söylenebilir. Bu alanlarda ulus devletlerin etkisinin giderek zayıflaması, buna karşılık çokuluslu şirketlerin başat bir rol üstlenmesi de küreselleşme sürecinin en temel özellikleri arasında yer almaktadır(Şenses,2004:1). Boratav 'a göre ise küreselleşme, bazılarının ileri sürdüğü gibi yeni bir olgu değil, yalnızca yeni bir terimdir. Bu yüzyılın başlarında bilimsel terminolojiye girmiş olan kapitalizmin kendisidir. Küreselleşmenin yeni bir terim olarak ortaya atılmasının amacı ise "Emperyalizm" kavramına saygınlık kazandırmaktır(Boratav,1996:21).

Küreselleşme, ortaya çıkmasındaki nedenler, temel özellikleri ve etkileri açısından da tartışmalı bir konudur. Öte yandan, günümüzdeki küreselleşme tartışmalarının 1970'li yılların sonlarında bütün dünyada giderek yaygınlaşan neoliberal iktisat politikalarıyla ilişkilendirildiği gözlenmektedir. Son çeyrek yüzyılda hızlanan ve küreselleşme olarak nitelenen sürecin ortaya çıkmasında bilişim ve iletişim teknolojilerindeki hızlı değişim, taşıma/ulaştırma maliyetlerindeki azalma ve bunların üretim teknikleri ve piyasaların bütünleşmesi üzerinde yarattığı köklü değişiklikler kuşkusuz önemli ölçüde etkili olmuştur.

Küreselleşmeyi tarihsel açıdan incelediğimizde 2 aşamada gerçekleştiği görülmektedir. 1870 ile 1913 yılları arasında gerçekleşen ilk küreselleşme dalgası buharlı makinanın buluşu ve ulaşım ağının gelişmesiyle başlamaktadır. Birinci küreselleşme dönemi 1. Dünya Savaşı ile birlikte, serbest ticaret ve sermaye

politikaları yerini sermaye kontrollerine ve ticari korumacılığa bırakmıştır. İki dünya savaşı arasındaki dönemde ülkelerin bozulan ekonomik durumları neticesinde milli gelir ve istihdam düzeylerindeki daralma, ülkeleri dünya pazarındaki yerlerini koruyabilmek için rekabetçi politikalar uygulamaya itmiştir. 1914- 1950 döneminde ülkelerin dış ticaret kontrolleri uygulamaları dünya ticaret hacmini büyük ölçüde etkilemiştir. 1950'lerde sermaye hareketlerini serbest bırakma yönünde hakim olan görüşler, OECD'nin 1961 yılında kurulmasıyla birlikte güçlenmiştir. Çünkü OECD'nin ilk uygulaması, üye ülkelerin bir kısım sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırmaları ve sermaye hareketlerini serbestleştirmeleri yönünde olmuştur (Kaya,1998:12). Ancak 1960'ların özellikle ikinci yarısında yaşanan ödemeler dengesi sorunu, ülkeleri tekrar kısıtlayıcı önlemler uygulamaya itmiştir.

ABD hariç hemen hemen tüm ülkelerin sermaye akımlarına karşı uyguladıkları kapsamlı kontroller genel hatlarıyla şu önlemlerden oluşmaktadır (Esen,1997:35).

- ✓ Kambiyo kontrolleri: Döviz kısıtlanması; katlı kur uygulamaları,
- ✓ Cari işlemelerin kısıtlanması: İthalat ve İhracatın lisansa bağlanması; ithalat teminatları; ihraç gelirlerinin merkez bankalarına satılma zorunluluğu,
- ✓ Sermaye hareketleri işlemlerinin kısıtlanması: yerleşik olmayanların banka hesaplarına kısıtlamalar; çeşitli biçimlerdeki sermaye giriş ve çıkışlarının lisansa bağlanması; bankaların döviz cinsinden yükümlülüklerine ilişkin çeşitli düzenlemeler.

İkinci küreselleşme dalgası ise 1980'lerden günümüze kadar olan süreci kapsamaktadır. Altın standardının işlevselliğini yitirmesiyle, yeni bir uluslararası para sisteminin kurulması ihtiyacı ve döviz kurlarındaki istikrarla birlikte dünya ticaretinin yeniden serbestleştirilmesi amacıyla 1 Mart 1947 tarihinde Bretton Woods Antlaşması uygulamaya konmuştur. Bu antlaşmaya göre doların değeri altınla ifade edilmiş ve tüm üye ülkelerin ulusal paraları dolar cinsinden tanımlanmıştır. 1974 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesiyle ulusal paralar tekrar dalgalanmaya bırakılmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan sermaye darboğazının, sermayenin küreselleşmesi üzerindeki etkisi yadsınamaz. Nitekim 1973-80 dönemi, 1980 sonrasında ivme kazanacak küreselleşme sürecinin ortaya çıkması açısından önemli gelişmelere sahne olmuştur. Petrol ihracatçısı ülkelerin ellerindeki petrodolarlar, içe dönük sanayileşme stratejileri uygulayan ülkelerin artan finansman gereksinimini karşılamak amacıyla sanayileşmiş ülkelerdeki finans kuruluşları yoluyla azgelişmiş ülkelere yönlendirilmeye başlanmıştır (Şenses,2004:2). Bunun yanısıra 1974 yılında ulusal paraların tekrar dalgalanmaya bırakılması, teknolojide yaşanan gelişmeler ve IMF ve Dünya Bankası gibi birçok uluslararası kuruluşun da katkılarıyla, finansal küreselleşmenin öngördüğü ekonomi politikaları tüm dünyada hızlıca yayılmaya başlamıştır. Bu politikaların temel amacı, dünya ölçeğinde mal ve faktör piyasalarındaki her türlü müdahalelerin kaldırılması, kamu iktisadi teşebbüslerinin özelleştirilmesi, ekonomik serbestleşmenin iki ayağı olan ticari ve finansal serbestleşmenin sağlanması olmuştur.

1.2.EKONOMİK SERBESTLEŞME

Ekonomik serbestleşme hareketi, uzun bir tarihi geçmişe sahiptir. Ekonomik serbestleşme, kapitalist üretim tarzının ortaya çıkışı ve özellikle sanayi devrimi sonrası dönemde dünyadaki ticaretin serbestleştirilmesi ilkesi üzerine bina edilmiş ve liberal ideolojinin ekonomi alanındaki uygulamalarını kavramlaştırmış bir harekettir. Adam Smith'in meşhur kitabı ''Milletlerin Zenginliği''nde ilk kuramsal nüveleri bulunan hareketin temel çıkış noktası, uluslar arasındaki serbest ticaretin ulusların milli refahlarının artırılmasına katkıda bulunacağı hipotezidir (Ateş,2006:30).

Ekonomik serbestleşme olgusu kendini 1950'li yıllarda dış ticarette gösterirken, 1980'li yıllara gelindiğinde finansal piyasalarda yaşanan yenilikler ve değişimler ile ekonomik serbestleşmenin temel belirleyicisi uluslararası sermaye hareketleri haline gelmiştir. Bugünün dünyasında, serbest ticaret kuramı artık dünya ekonomisinin serbestleştirilmesi ilkesi üzerine kurulmaya çalışılmakta, sadece ticaretin değil, yatırım ve finans hareketlerinin de serbest bırakılması, uluslararasında ekonomiye ilişkin politikaların yeknesaklaştırılması ve dünyanın tek bir pazar konumuna getirilmesi amaçlanmaktadır (Ateş,2006:30).

Küreselleşme süreciyle yeniden önem kazanan ekonomik serbestleşme kavramı literatürde, dış ticaretin serbestleşmesi ve finansal serbestleşme olarak iki şekilde ayrılmaktadır. Ticari anlamda liberalizasyon, mal ve hizmet ticareti üzerindeki devlet kontrolünün kaldırılmasını ve uluslararası mal ve hizmet piyasaları ile entegrasyonu amaçlarken, finansal liberalizasyon, finansal araçlar üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla finansal bütünleşmeyi hedeflemektedir. Teoride ticari liberalizasyonun büyüme üzerindeki pozitif etkisi; artan ihracat, istihdam hacmi, teknolojik yeniliklere kolay ulaşabilme olanağı ve üretim alanında yaratılan yeni bilginin ülkeler arasında yayılması (üretimde ortaya çıkan bilginin taşma etkisi) ile gerçekleşmektedir. Finansal liberalizasyonun etkisi ise, kambiyo kısıtlamalarının kaldırılması ve faiz haddinin devlet tarafından baskılanmasının ortadan kalkmasıyla oluşmaktadır (Atamtürk,2007:76).

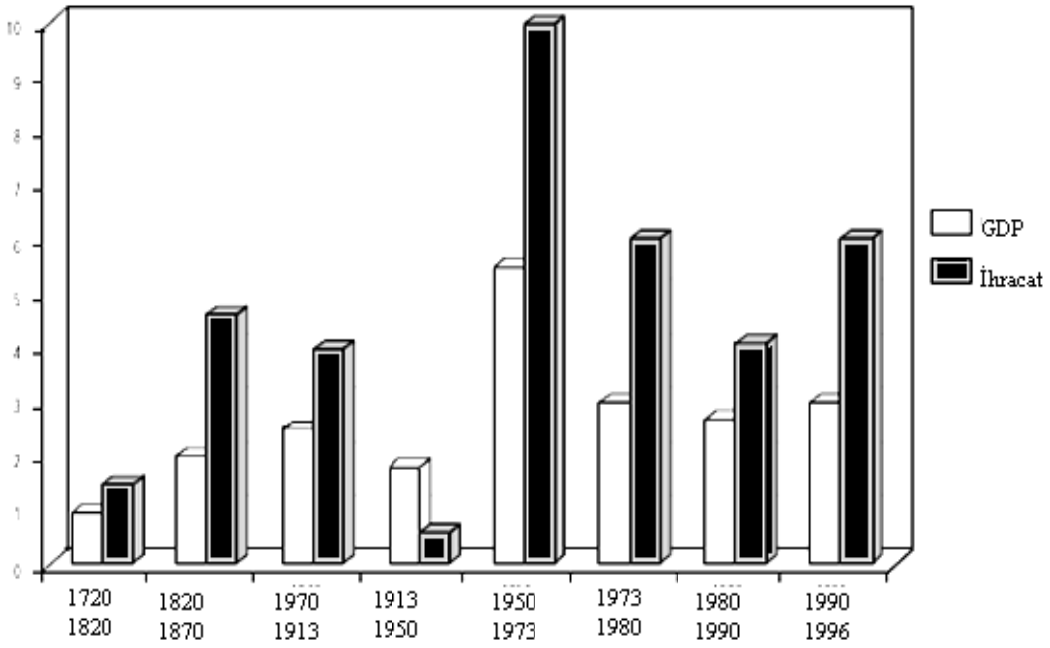
1.2.1.DIŞ TİCARETİN SERBESTLEŞMESİ

Ekonomik serbestleşmenin ilk ayağı olarak kabul edilen ticari serbestleşme, ülkelerin gümrük tarifeleri, kotalar ve damping gibi mal ve hizmet ticaretini sınırlayan her türlü kontrolün kaldırılması ve uluslararası piyasalar ile bütünleşme süreci olarak tanımlanabilir. Uluslararası ticaretin liberalizasyonu konusunda iki farklı yaklaşım vardır: Bunlardan birincisi "Uluslararası Yaklaşım", ikincisi "Bölgesel Yaklaşım"dır. Uluslararası yaklaşımın amacı, dünya ticaretini libere etmektir. Bölgesel yaklaşım ise ülkelerin kendi aralarında yapacakları düzenlemelerle ticarete getirilen kuralları savunan düşünceyi temsil etmektedir. Avrupa Birliği bölgesel yaklaşıma örnek verilebilir. Diğer bir deyişle Avrupa Birliği'ne üye ülkelerin kendi aralarında yaptıkları düzenlemelerle birlik içinde ticarette serbestliğin gerçekleşmesine karşılık birlik dışındaki ülkelere karşı koyulan tahditler, vergiler, sınırlamalar mevcuttur (Tunç,2004:4).

Dünya ekonomisinde uluslararası ticaretin serbestleşme sürecinde, iki dünya savaşı arasında geçen dönemde dünya ekonomisi içine kapanıklık ve korumacılık anlayışına bürünmüştür. O yıllarda savaşın doğurduğu zararları karşılamak ve de dünyadaki ekonomik durgunluktan kurtulmak için ülkeler, işbirliği yerine rekabetçi politikaları tercih etmişlerdir. Dış ticarette avantajı elde etmek için ülkelerin devalüasyon

yapmaları ve de diğer ülkelerin de bu şekilde cevap vermeleri, dar olan dünya piyasalarını iyice daraltmıştır (Kaymakçı,2007:11). Ekonomik serbestleşmenin ilk ayağını oluşturan dış ticari serbestleşme hareketi 1950'li yıllarda ticarette etkisini göstermeye başlamıştır. İkinci Dünya Savaşı sonrasında ABD öncülüğünde Uluslararası Para Fonu (IMF), Birleşmiş Milletler, Dünya Bankası(WB) gibi uluslararası yapılanmaların temelleri atılmıştır. Bu gelişmelerin sonucunda da 1947 yılında uluslararası ticaretin serbestleşmesine yönelik olarak "Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Antlaşması" (GATT) imzalanmıştır.1948 yılında yürürlüğe giren GATT'ın temel amaçları; ülkeler arasındaki tercihli ticaret antlaşmalarının önlenmesi, koruma amaçlı gümrük tarifelerinin düşürülmesi, tarife dışı engellerin kaldırılmasıdır. GATT'ın imzalanması sonucunda dış ticaret kontrollerinin kaldırılması ile birlikte, dünya ticaret hacminde önemli artışlar yaşanmıştır.

Şekil 1.1: Dünya İhracat ve GSYİH Gelişimi 1720-1996



KAYNAK: WTO Yıllık Rapor 1998

GATT, ikili ve çok taraflı müzakereler yolu ile gümrük tarifelerinin tedricen indirilmelerini ve konsolide edilmelerini öngörmüştür. Bu çerçevede yapılan 1947 Cenevre, 1949 Annecy, 1950-1951 Torquay, 1955-1956 Cenevre, 1960-1962 Dillon Görüşmeleri, 1963-1967 Kennedy Görüşmeleri ve 1973-1979 Tokyo Görüşmeleri sonunda gümrük tarife oranları önemli oranlarda indirilmiştir, İkinci Dünya Savaşı sonrasında % 40 olan ortalama gümrük tarife (nominal koruma) oranı 1987 yılında Avrupa Topluluğu'nda % 7.8, ABD'de % 6.2, Japonya'da ise % 8'e inmiş bulunmaktadır. Bu oranlar tercihli ticaret anlaşmalarının dikkate alınmadığı Tokyo turu sonrası ağırlıklandırılmamış "en çok kayrılan ülke" ortalama gümrük tarife oranlarıdır. Tercihli ticaret anlaşmaları sonunda elde edilen ortalama gümrük tarife oranları ise AT'de % 6, ABD'de % 6 ve Japonya'da % 5.4 tür (DPT,1995a:34).

GATT, imzalandığı 1948 tarihinden itibaren gerçekleşen 8 müzakere sonunda son toplantı olan Uruguay Round'un 1994 yılında tamamlanması ile birlikte 15 Nisan 1994 tarihinde yerini, Dünya Ticaret Örgütü'ne (WTO) bırakmıştır. Eski ismi ile GATT'ın, yeni ismi ile WTO'nun temel amacı, üye ülkelerin dış ticaretteki her türlü engeli ve farklı işlemi kaldırarak, ticaret ve ekonomi alanındaki ilişkilerini geliştirmek, hayat standartlarını yükseltmek, tam istihdamı gerçekleştirmek olmuştur. Ticareti daraltan her türlü engelin kaldırılmasından, ithalat ve ihracatta uygulanan her türlü vergi dışı engeli önce tarifeye dönüştürmek, sonra da bu tarifeleri kaldırmak anlaşılır. Uluslararası ticarette farklı muamelenin kaldırılması için GATT'tan devralınan iki önemli kural vardır: En çok kayırılan ülke kuralı ve ulusal işlem kuralı. En Çok Kayrılan Ülke kuralına göre, bir üye ülkenin diğerinin mallarının ithalatıyla ilgili olarak ona verilen bir ödün (tarife indirimi gibi) veya sağlanan bir kolaylık, ayırım yapmadan diğer bütün ülkelere de aynen geçerli kılınmalıdır. Serbest ticaret bölgeleri ve gümrük birlikleri bu kuralın dışındadır. İkincisi ise, ulusal işlem kuralıdır ve yurt içinde uygulanan vergi ve öteki müdahalelerde yerli mallarla yabancı mallar arasında bir fark gözetilmeden hepsine aynı işlem yapılmasını ifade eder. Sonuç olarak ticaretteki bütün engellerin ve ayrımcılığın kaldırılması ile uluslararası ticarette serbestleşme sağlanacak ve bütün ülkelerin yararına olarak uluslararası ticaret hacmi genişlemiş olacaktır (Seyidoğlu,2001:191).

1.2.2.FİNANSAL SERBESTLEŞME

1980'li yıllardan itibaren uluslararası finans sistemindeki yapılanma, yeniden önem kazanmaya başlayan neo-liberal ekonomi politikalarının da etkisiyle gerek gelişmiş ülkelerde gerekse gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sürecini başlatmıştır. Bu süreci başlatan çeşitli faktörler bulunmaktadır. Para ve sermaye piyasalarındaki serbestleşmeye neden olan faktörler arasında aşağıdaki hususlar sayılabilir (DPT,1995b:33) :

- ✓ Lider konumdaki gelişmiş ülkelerdeki finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlandırılmalardan arındırılmaları,
- ✓ Çok taraflı parasal işbirliğini öngören Uluslararası Para Fonu'nun çalışmaları sonunda uluslararası para sisteminin İkinci Dünya Savaşı sonrasında aldığı şekil (paraların konvertibiliteye sahip olmaları, ticari işlemler üzerindeki kontrol ve sınırlamaların kaldırılması gibi. .),
- ✓ Dolar'ın 1973'teki devalüasyonu sonucunda kurların dalgalanmaya bırakılmaları,
- ✓ Finansal piyasaların uluslararası rekabete açılmaları,
- ✓ Dünya Bankası ve konsorsiyum bankaları gibi kuruluşların faaliyetleri çerçevesinde büyük çaplı sermaye yatırımı gerektiren projelerin desteklenmeleri,
- ✓ Finansal araçların çeşitliliğindeki hızlı artış, (Futures ve option'lar, swap gibi araçlar ödünç alanlarla ödünç verenler için faiz oranlarındaki, kurlardaki dalgalanmanın getirdiği riskten korunma olanağı sağlamakta, dolayısıyla büyük ve riskli finansal yatırımları teşvik etmektedir).
- ✓ Yeni ve özellikle kurumsal yatırımcıların finans piyasalarındaki rollerinin artması,
- ✓ Bilgisayar ve telekomünikasyondaki teknolojik devrimler ile finans piyasalarında bilginin hem yoğunlaşması hem de çok ucuz hale getirilmiş olması,
- ✓ 1980'li yıllarda ABD'nin dış ödemelerindeki açıklar, doların değerindeki düşüşler ve Japon mali piyasalarındaki hızlı gelişmeler.

Teorik temelini Stanford Okulunun tanınmış iktisatçılarından Mc Kinnon (1973) ve Shaw (1973)' nun çalışmalarından alan finansal liberalizasyon kuramı, Neoklasik Finans Teorisi'nin gelişmekte olan ülkelere uyarlanmış versiyonudur. Finansal liberalizasyonun, tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını düzenleyeceği ve faiz oranlarını ülkeler arasında eşitleyeceği varsayımından hareket eden teorinin temel önermesi şudur: finansal baskının kalkması ve finansal derinleşmenin sağlanması etkin kaynak dağılımını sağlar ve ekonomik gelişmeyi hızlandırır (Williamson ve Mahar,2002:8). Ekonomik gelişmenin hızlanacağını öne süren mekanizma şu şekilde işlemektedir; Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, tasarruf kıtlığı çeken gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarını yükseltecek ve böylece tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere yönelecektir. Bu sayede gelişmekte olan ülkeler kalkınma ve büyümeleri için gerekli sermaye ihtiyacını karşılamış olacaklar ve bu süreç gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının, uluslararası faiz oranı seviyesine inene kadar devam edecektir.

Dar anlamda mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması olarak tanımlanan finansal liberalizasyon, geniş anlamı ile farklı nitelikteki kurumların faaliyetlerini ayıran sınırlamaların, döviz kontrollerinin azaltılmasını veya kaldırılması; yabancı kuruluşların ulusal finansal sisteme girişlerindeki engellemelerin azaltılması, yerleşiklerin yabancı finansal piyasalara girmelerine izin verilmesi ve finansal kazançlar üzerindeki yüksek oranlı vergilerin azaltılması gibi unsurları da kapsamaktadır (Williamson ve Mahar,2002:9).

Finansal liberalizasyon sürecini ilk olarak 1980 yılında ABD başlatmıştır. ABD finansal liberalizasyon sürecini sadece kendi ülkesinde gerçekleştirmekle yetinmeyip, süreci diğer önemli finansal piyasalara da empoze etmiştir. Örneğin 1984'de Japonya ile bu yönde bir anlaşma gerçekleştirmiştir. Bu anlaşmaya göre Japonya ile mali ilişkilerinin devamını, bu ülkenin finansal liberalizasyonu gerçekleştirmesine bağlamıştır. Bu anlaşmanın ardından Japonya 1984-1987 arası dönemde finansal deregülasyonu hızla gerçekleştirmiştir (Karabulut,2003:77). Fransa ve Yeni Zelanda 1980 yılı ortalarında finansal deregülasyon sürecini başlatırken Avusturalya 1982'den itibaren 1987 yılına kadar bütün faiz oranı kontrollerini kaldırmıştır. Finansal liberalizasyonun hızı, Latin Amerika ülkelerinde diğer

gelişmekte olan ülkelerinkinden daha hızlı olmakla birlikte, bu ülkelerde daha fazla tersine dönen reform örnekleri yaşanmıştır. Şili 1970'lerin sonunda büyük bir değişimle finansal liberalizasyon sürecini başlatmıştır. Faiz oranları üzerindeki bütün kontrolleri kaldırarak, ulusal bankalar özelleştirilirken, yabancı bankalar ve banka dışı finansal kurumların piyasa girişleri teşvik edilmiş ve sermaye kontrolleri gevşetilmiştir. Aynı şekilde Arjantin de 1970'lerin sonlarında kredi ve faiz oranı üzerindeki kontrolleri ve sermaye kontrollerini kaldırmıştır. 1980'lerin başında yaşadıkları krizle birlikte iki ülke de sermaye kontrollerine yeniden başlamıştır. Şili 1980'lerin ortasından itibaren, Arjantin ise 1980'lerin sonlarında tekrar deregülasyona gitmişlerdir. Benzer bir süreç Türkiye'de de yaşanmıştır. Ülkemizde 1980 yılında faiz oranı tavanları kaldırılmış, fakat 1982' de yaşanan bankacılık kriziyle birlikte faiz kontrollerine tekrar geri dönülmüştür.

1980-1990 döneminde finansal liberalizasyonun hızlanma sürecinin global ekonomide yarattığı etki aşağıda özetlenmiştir (Ongun,1993:36):

- ✓ 1980'de uluslararası banka kredileri (sınır ötesi verilen borçlar ve iç piyasada döviz cinsinden kullandırılan krediler) 324 milyar dolar iken, bu tutar 1991'de 7.5 trilyon dolara ulaşmıştır.

- ✓ İhraç edilmiş uluslararası tahviller tutarı 1982'de 259 milyar dolar iken 1991'de 1.65 trilyon dolara yükselmiştir.

- ✓ 1970-1988 yılları arasında yabancıların sahip olduğu ABD hükümet bonolarının oranı %7'den %17'ye çıkmıştır. 1974-1988 döneminde B.Almanya'nın resmi borcunun, yabancılar elindeki kısmının payı, %5'den %34'e yükselmiştir.

- ✓ 1986 yılında, ana mali araç türevlerini oluşturan opsiyon, future ve swap'ların global stok değeri 1.1 trilyon dolardı. Bu rakam 1991'de 6.9 trilyon olarak gerçekleşmiştir.

- ✓ Dünya piyasalarında devreden ve finansal türevleri de içeren döviz hacmi günde yaklaşık 900 milyar dolardır.

- ✓ 1980-90 döneminde, sınır ötesi hisse senedi ticareti, yılda ortalama 120 milyar dolardan 1.5 trilyon dolara yükselmiştir.

- ✓ ABD'nin 1970'de yabancılarla gerçekleştirdiği tahvil işlemleri, ülkenin Gayri Safi Yurtiçi Hasılası'nın %3'üne eşitken, bu oran 1980'de %9'a, 1990'da ise %93'e yükselmiştir.

- ✓ ABD, Japonya, B.Almanya ve Fransa kökenli özel doğrudan yatırımlar, 1986-90 döneminde yılda ortalama %27 artış kaydederek, yılda 61 milyar dolardan 156 milyar dolara çıkmıştır.

Günümüzde ise küresel sermaye piyasasının görünümü aşağıdaki tabloda verilmiştir. "IMF 2008 Global Financial Stability Report" tan alınan verilere göre hazırlanan tablodan da görüleceği üzere, dünyanın bir yılda yarattığı toplam gelir 55.5 trilyon dolar, dolanımda bulunan tahvil, bono ve benzeri menkul değerlerin toplam değeri ise bu değerin yaklaşık 2.5 katı olan 144.9 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 1.1: Küresel Sermaye Piyasasının Özeti (Milyar USD)

	GSYH	**DÖVİZ REZERVİ**	**BANKA AKTİFLERİ**	**TAHVİL, BONO, VB.**
Dünya	55.545	6.448	84.785	144.927
AB	15.689	280	43.146	42.952
ABD	13.808	60	11.194	49.802
Japonya	4.382	953	7.839	13.882
Gelişen Ülkeler	17.282	4.910	15.003	28.771

KAYNAK: Eğilmez, Mahfi. Küresel Finans Krizi, Aralık 2008

Finansal piyasalardaki serbestleşme hareketi, iç ve dış serbestleşme olmak üzere iki temel aşamadan oluşmaktadır.

- ✓ İç serbestleşme

- ✓ Dış serbestleşme

1.2.2.1.İÇ FİNANSAL SERBESTLEŞME

Finansal serbestleşme sürecinde iç ve dış serbestleşme olmak üzere iki temel yaklaşım bulunmaktadır. Finansal serbestleşmenin önemini savunan ekonomistler, finansal serbestleşme sürecinin aşamalı olarak öncelikle iç finansal serbestleşme ile başlatılması gerekliliğini vurgulamaktadırlar. Bu çerçevede iç finansal serbestleşme, depozito ve borç verme oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması yani deregülasyona gidilmesi, rezerv zorunluluğunun düşürülmesi, finans sektörüne giriş engellerinin düşürülmesi ve finansal faaliyet alanına müdahalelerin azaltılması olarak tanımlanabilir (Ahmed ve Islam,2010:6). İç finansal serbestleşmeyle beraber nominal faiz oranları piyasa koşulları tarafından belirlenmektedir. Williamson(1990)'ın "Washington Consensus" olarak adlandırdığı yaklaşımı temsil eden iktisatçılar (Mc Kinnon, 1973; Shaw, 1973; Krueger, 1984) çalışmalarında, faiz oranındaki serbestleşmenin tasarrufları artıracağını, sermaye kaçışını engelleyeceğini ve büyüme için gerekli kaynakları artıracağını öne sürmektedir (Yentürk,1997:131).

1980'lerin başlarında hızlı bir şekilde iç finansal serbestleşme politikalarını hayata geçiren gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizler, finansal serbestleşme sürecinin zaman ve koşullarına ilişkin tartışmaları beraberinde getirmiştir. Yaşanan krizler sonunda geleneksel görüş, reel sektör reformlarını tamamlamadan ve ölçülü bir denetim sistemi oluşturulmadan ülkelerin deregülasyona gitmemesi gerekliliğini vurgulamaya başlamıştır.

Ancak aşağıdaki üç koşul gerçekleştiğinde faiz oranlarının piyasa koşullarında belirlenmesi gerektiği savunulmaktadır (Williamson ve Mahar,2002:55):

- ✓ Bankaların pozitif net değerlerinin olması,
- ✓ Banka yöneticilerinin, kredi risklerini değerlendirme kabiliyetleri açısından yeterli deneyime sahip olmaları,
- ✓ Finansal piyasaların standart koşullarına ilaveten rekabet edebilir durumda olmaları.

Faiz oranlarının gelişmekte olan ülkelerde müdahale olmadan serbest piyasa koşulları tarafından belirlenmesinin tasarrufları arttıracağı görüşüne karşıt birçok görüş bulunmaktadır. Bu yaklaşımı eleştirenlere göre, bu yaklaşımın geçerli olması için öncelikle ikame etkisinin (gelecekteki tüketimin şimdiki tüketimi ikame etmesi) gelir etkisini (gelecekteki gelirin şimdiki tüketimi artırması) bastırması gerekmektedir. Ayrıca faiz oranının yükselmesi kamu borcunun yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde özel kesim tasarruflarını yükseltirken, kamu tasarruflarını azaltacağı için ortalama tasarrufların artmasını beklemek yersizdir (Yentürk,1997:132).

Williamson(2002) ve Mahar(2002) yaptıkları araştırmada; finansal liberalizasyonun daha büyük finansal derinlik ve yatırım dağılımında etkinliğin artması açısından olumlu sonuçlar ortaya çıkardığını; fakat McKinnon ve Shaw tarafından öngörüldüğü şekliyle tasarruflarda artışa neden olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Faiz oranı serbestisi ve finansal kriz ilişkisi üzerine yapılan tavsiye ise, mevduat faiz oranları üzerine konulan bir tavanın korunması anlamına gelen ve ılımlı finansal baskı olarak ifade edilen bir dönem oluşturmaktır. Bu öneri lehinde geliştirilmiş iki argüman bulunmaktadır;

- ✓ Bankalar, ihale yöntemiyle en yüksek fiyat önerene kredileri vermek yerine, kredi verme sürecinin yapısını esas olarak değiştirmeyecek şekilde, en cazip risk ve getiri bileşimini öneren potansiyel borçlanıcıya kredi verirler. Eğer reel faiz oranı çok yüksek olursa, sadece yüksek getirili ve yüksek riskli projeleri olan borçlanıcıların borçlanma istekliliği olacak ve bu senaryo aşırı riskli bir portföyle sonuçlanacaktır.
- ✓ Bankaların kriz ortamında karşı karşıya kalacağı finansal darboğaz durumunda, devlet tarafından destekleneceği biliniyorken, bir banka için devletin ödediğinden daha yüksek bir faiz oranından borçlanması rasyonel bir davranış olarak kabul edilmemektedir. Bununla birlikte, mevduat sigortasının olduğu bir ortamda sıkıntı içerisindeki bir banka, yüksek faiz oranları önermek suretiyle varlığını sürdürmek için büyük bir riske girme yönünde güdülenmektedir.

1.2.2.2.DIŞ FİNANSAL SERBESTLEŞME

Dış finansal serbestleşme, doğrudan sermaye girişlerinin yanısıra spekülatif sermaye ve portföy yatırımları üzerindeki her türlü giriş ve çıkış engelinin kaldırıldığı bir süreç olarak tanımlanmaktadır. Dış finansal serbestleşmeyle beraber yerli yatırımcılar dış piyasadan serbestçe borçlanabilmekte, dışarıya serbestçe sermaye transfer edebilmekte, varlık edinebilmekte ve yabancı borsalara kote olabilmekte; yabancı yatırımcılar da aynı şekilde iç piyasalarda serbestçe yatırım yapabilmekte ve borçlanabilmektedir. Diğer yandan dış finansal serbestlik, yurtiçinde yerleşiklerin yabancı para cinsinden her türlü işlemleri gerçekleştirebilmelerini de kapsamaktadır.

Neo-Klasik teori, yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağını kabul etmektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi tasarrufların sermaye darboğazı çeken ülkelere akmasına neden olacaktır; yani istenilen büyüme hızına ulaşmak için yurtiçi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranı yükselecek, tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere çekilebilecektir. Bu süreç, gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarının, uluslararası faiz oranı düzeyine inene kadar devam edecektir. Global tasarruf oranları faiz oranına karşı ne kadar duyarlı iseler, bu süreç o kadar hızlı işleyecektir (Yentürk,1997:136).

Fisher ve Reisen'e göre, ülke içine yönelik uzun vadeli yatırımların ve ticari ilişkili finansmanın liberalizasyonu, kalkınma sürecinde mümkün olduğu kadar erken bir dönemde yapılmalıdır. Sermaye girişleri üzerindeki kontrollerin kalkması için geçerli önkoşullar ise şunlardır (Williamson ve Mahar,2002:59):

- ✓ Sermaye kontrolleri kaldırılmadan en az iki yıl önce ticari liberalizasyonun başlatılması,
- ✓ Liberalize edilmiş bir ithalat rejimi ve liberalize edilmiş yurtiçi finansal sistem
- ✓ Kontrollerin kaldırılmasına kadar olan üç yıl içinde, ortalama mali açığın GSYİH'nın %5'inden daha az olması
- ✓ Deregülasyondan en az iki yıl önce, yurtiçi finansal liberalizasyonun başlatılması,

- ✓ Deregülasyondan en az iki yıl önce yerli ve yabancı bankaların bankacılık sektörüne girişlerinin serbestleştirilmesi,
- ✓ Bankacılık sektöründe kamu mülkiyetinin, deregülasyondan en az iki yıl önce %40'ın altına düşürülmesi,
- ✓ Piyasa esaslı bir sisteme uyarlanmış, ölçülü bir düzenleme ve denetleme sisteminin oluşturulması

Bu önkoşulların yanında aşırı sermaye girişlerinin olduğu dönemlere karşı koruma sağlamak için, kısa vadeli sermaye akımları üzerindeki bazı kontrollerin tutulması da önerilmektedir.

Aynı zamanda sermaye çıkışlarının liberalizasyonu için gerekli önkoşullar şu şekilde sıralanabilir (Williamson ve Mahar,2002:61):

- ✓ Yurtiçi faiz oranlarının liberalizasyonu,
- ✓ Sürekli olduğu algılanan bir politik rejim (kontrollerin kaldırıldığı dört yıl içinde aksi yönde önemli bir politika değişikliğinin olmaması)
- ✓ Kontrollerin kaldırılmasından önceki 3 yılda GSYİH'nın %5'inden daha az bir mali açık olarak tanımlanan mali disiplin,
- ✓ Vergi tabanındaki aşınmayı sınırlamaya yönelik düzenlemeler.

Neo-Klasik yaklaşımı eleştirenler finansal serbestleşmeyle birlikte ülkeler arasındaki faiz oranlarının eşitleneceği varsayımına karşı çıkmışlardır. Gelişmekte olan ülkelerde kamu açıklarının artışı ve artan dış borçlanma gereksinimi nedeniyle faiz oranları yüksek boyutlara ulaşmaktadır. Finansal serbestleşmenin sonucu olarak faiz oranlarının yüksek olması, gelişmekte olan ülkelere doğru kısa vadeli sermaye akışına neden olmaktadır. Faiz oranlarının düşmemesinin temel nedeni yabancı sermayenin reel yatırımlara değil de, spekülatif yatırımlara yönelmesi ve çabuk hareket edebilme yeteneğinden kaynaklanmaktadır. Yüksek boyutlara ulaşan sermaye girişi, yerli paranın aşırı değerlenmesi sonucunu doğurmaktadır. Yabancı sermayenin aniden çıkışı ise, ekonomilerin kırılganlığını artırmaktadır. Bu sebeple sermaye kaçısını önlemek için aşırı değerli kur ve yüksek faizin korunması

zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Bu durumun yarattığı bir diğer olumsuz etki ise reel ekonomide kendini göstermektedir. Yüksek faizler ülke içinde yatırımları engellemekteyken, aşırı değerli kur ülkelerin uluslararası rekabet gücünü azaltarak dış ticaret dengesini ve dolayısıyla cari işlemeler dengesini bozmaktadır.

Finansal piyasaların gelişmekte olan ülkelerde yeterince derinleşmemiş olması, yüklü bir fon girişinin ekonomi üzerinde olumsuz sonuçlar yaratmasına neden olmaktadır. Fonların etkin bir şekilde, verimli yatırımlarda kullanılmaması geri ödeme sürecinde problemler yaratmakta; kullanılan kredilerin zamanında ödenmemesinden iflaslara kadar uzanan ve genel olarak "ahlaki çöküntü" denilen çeşitli problemler yaratmaktadır. Bu fonlar özellikle spekülatif nitelikteyse, ekonomide yarattığı ısınma bazı ülkelerde bir finansal krizin ilk adımını teşkil etmektedir (Kaya,1998:39).

1.3.FİNANSAL SERBESTLEŞME YAKLAŞIMLARI

1.3.1. MCKİNNON-SHAW YAKLAŞIMI (FİNANSAL BASKI KURAMI)

Gelişmekte olan pek çok ülkede, özel sektöre ya da kamuya ait aktiflerin işlem gördüğü finans piyasaları ya yoktur ya da oldukça sınırlıdır. Bankacılık sektörü kaynakların toplanması sürecinde önemli bir rol oynamaktadır. Bu bağlamda, hükümetler bankacılık sektörünü genellikle stratejik bir sektör olarak hesaba katarlar. Dolayısıyla da dolaylı veya dolaysız bir şekilde bu sektörü denetim altına alma arayışındadırlar. Bu kontroller farklı şekillerde sağlanmaktadır; sektörün ulusallaştırılmasından, faiz oranlarının piyasa dengesinin altında bir düzeyde sabitlenmesine ya da devlete bütçe açığını düşük bir maliyetle finanse etme olanağı sunacak zorunlu rezervlerin oluşturulmasına kadar geniş bir yelpaze mevcuttur (Venet,2003:60).

İkinci Dünya Savaşından sonra Keynesyen teorinin genel kabul görmesiyle birlikte birçok ülkede, düşük faiz politikalarıyla ekonomik büyüme sağlanmaya çalışılmakta ve aynı zamanda kamu kesimine kaynak aktarılması amacıyla fiyatların piyasa

koşulları tarafından belirlenmesi çeşitli kontrollerle engellenmektedir. Neo-klasik teori çerçevesinde teorik temelleri McKinnon(1973) ve Shaw (1973)'ın yayınladığı çalışmalarda ortaya çıkan Finansal Baskı Kuramı, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalarda uygulanan kontrollere karşı oluşturulmuş bir yaklaşımdır. Mckinnon ve Shaw'ın yaklaşımına göre, finansal piyasalar üzerindeki baskının kalkması, faiz oranları aracılığıyla tasarruf fazlası olan ülkeden tasarruf açığı olan ülkeye sermaye akışını sağlayacak ve bunun sonucunda ülkeler arasında faiz oranları eşitlenecektir. Aynı zamanda finansal baskının kalkmasıyla etkin kaynak dağılımı sağlanacak ve ekonomik gelişme hızlanacaktır.

Finansal baskı, genel şekliyle nominal faiz oranının, para otoriteleri tarafından piyasa denge faiz oranı altında bir tavan belirlenerek yükselmesinin önlenmesi anlamına gelmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları üzerine konulan tavanlar ödünç verilebilir fonların elde edilebilirliğini olumsuz etkileyerek iktisadi büyümeyi yavaşlatmakta, bir sonraki aşamada finans sektörünü daraltmaktadır. Nominal faiz üzerine konulan tavanlar, faiz oranlarının enflasyonla aynı oranda yükselmesini engellemekte, böylece faizler denge noktasının altında kalmakta, hatta yüksek enflasyonun hakim olduğu bir ekonomik ortamda reel olarak negatife dönüşebilmektedir (Williamson ve Mahar,2002:8). Faiz oranlarının reel anlamda negatif olması tasarrufları olumsuz etkilerken, tüketimi teşvik etmektedir. Finansal baskıyla birlikte düşük, hatta negatif olan faiz oranları tasarrufların etkin kullanımını engellemektedir. Aynı zamanda finansal baskının kalkmasıyla mevcut sermayenin para otoriteleri tarafından belirlenen sektörlere yönelmesi de engellenmektedir.

Sermaye akımları üzerindeki kontrollerin kaldırılmasını savunan finansal serbestleşme teorisi, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapılarından kaynaklanan "tasarruf açığı" olgusuna dayanmaktadır. Faiz oranları üzerindeki kontrollerin kalkması ve finans piyasalarının liberalizasyonu sayesinde gelişmekte olan ülkelerin en büyük sorunu olan tasarruf yetersizliği sorunu çözülmekte, büyümenin dinamiği olan sermaye akımı bu ülkelere yönelmektedir. Finansal baskının ortadan kalkmasıyla yükselen reel faiz oranlarının dış tasarrufları uyardığı gibi, iç tasarrufları da artırması ileri sürülmektedir. Bu yaklaşıma göre finansal serbestleşmenin iç

tasarruflara ve ekonomik büyümeye katkıda bulunması dört neden bağlı olarak gerçekleşir (Atamtürk,2007:77).

- ✓ Finansal piyasalar geliştikçe küçük tasarrufçular sistemin içine çekilir.
- ✓ Tasarrufçular daha geniş ve çeşitli tasarruf araçlarına sahip olabilirler.
- ✓ Finansal piyasaların gelişmesi tasarrufların bireylerden özel sektöre, yavaş büyüyen sektörlerde hızlı büyüyen sektörlere kaymasına olanak sağlar.
- ✓ Finansal piyasaların gelişimi üretim sürecinde uzmanlaşmayı, girişimciliği ve yeni teknolojilere uyumu kolaylaştırır.

McKinnon-Shaw tarafından ortaya atılan finansal liberalizasyon yaklaşımın ileri sürdüğü varsayımlara yönelik çeşitli eleştiriler mevcuttur. İlk olarak, finansal liberalizasyon teorisinin bütünü, reel faizler ile tasarruflar arasında artan bir ilişki olduğunu varsaymaktadır. Burada, faizler arttığında, tasarruflarında arttığı bir ikame etkisi göz önüne alınmaktadır. Bununla birlikte, öncekinin tersine tasarruflar ile reel faiz oranları arasında azalan bir ilişkiyi varsayan bir gelir etkisinin buna eklenmesi gerekir. Mc Kinnon'daki gibi, gelişmekte olan ülkelerde tasarrufların başlangıçta çok sınırlı olduğu ve bu tasarrufların karşılıklarının artırılmasının pozitif bir etki yaratacağı kabulü dışında, toplamda, etkinin karakteri belirsizdir (Venet,2003:64). İkinci olarak, yüksek faiz oranları çeşitli olumsuzluklar ortaya çıkarmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin genel yapısal sorunu yüksek kamu kesimi borçlanma gereğidir. Bu sebeple yüksek faiz oranları bütçe üzerinde olumsuz etkiler yaratırken, kamu açıkları yüksek boyutlara ulaşmaktadır. Yapılan çeşitli çalışmalarda, büyük kamu açıkları olan ekonomilerin finansal serbestleşme sürecinden herhangi bir çıkarları olmayacağı ortaya çıkmaktadır. Bir diğer eleştiri ise faiz oranlarının artmasıyla tasarrufların yükselmesi ve böylece fon maliyetlerinin düşerek yatırımları artırması görüşüne karşı olmuştur. Faiz oranlarının artmasıyla beraber yatırımlarda bir azalmanın ortaya çıkması birçok gelişmekte olan ülke için geçerlidir. Ayrıca makroekonomik dengesizliklerin olduğu ortamlarda ve şirketlerin mali yapılarının güçsüz olduğu gelişmekte olan ülkelerde faiz oranındaki hızlı artışlar enflasyonist etkiyi daha da güçlendirecektir (Kepenek ve Yentürk,2005:213).

1.3.2.YAPISALCI YAKLAŞIM

Taylor'un(1983) öncülük ettiği yapısalcı yaklaşım, McKinnon-Shaw yaklaşımının aksine, finansal serbestleşmenin enflasyonu artıracağı ve ekonomik büyümeyi yavaşlatacağını ileri sürmektedir. Yapısalcı yaklaşımının, McKinnon-Shaw yaklaşımından farklı sonuçlara ulaşmış olması, belirli temel unsurlara bağlanmaktadır.

Öncelikli olarak, yapısalcı yaklaşım enflasyonu belirleyen temel neden olarak maliyetleri göstermektedir. İşletmelerin büyük çoğunluğunun sermayelerini kredi ile temin etmesi nedeniyle, sermaye üzerindeki kontrollerin kalktığı bir ortamda faizlerin yükselmesiyle artan kredi faiz giderleri, üretim maliyetlerinin artmasına ve bu artış mark-up fiyatlama yöntemiyle fiyatlara yansımaktadır. Fiyatların yükselmesi reel ücret üzerinde olumsuz etki yaratarak, toplam talebi düşürmektedir.

Yapısalcı yaklaşımına göre, gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelerden farklı bir finansal sistemin mevcut olması nedeniyle, finansal baskı kuramının öngördüğü sonuçların ortaya çıkması mümkün olamamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal sistem enformel(gayri resmi) ve formel(resmi) olarak ikili bir yapı sergilemektedir. Enformel finans piyasaları yapısalcı analizin merkezinde yer almaktadır. Para ve kredi arz-talep eşitliğini sağlayan, nominal faiz oranlarını belirleyen bu piyasalardır. Parası olanlar bu piyasalarda parasını bankaya verir, yani bunlar, tasarruf sahipleri ile yatırımcılar arasında finansal aracı rolü oynamaktadır (Venet,2003:65). Gelişmekte olan ülkelerde oluşan bu ikili yapı nedeniyle, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar, borç vermek veya borçlanmak için bu piyasalardan birisini veya ikisini birden kullanabilir. Dolayısıyla, yatırıma dönüştürebilecek fonlar, bankacılık sistemi ve gayriresmi piyasa tarafından arz edilen fonların toplamına eşittir. Banka mevduat faizlerinde bir yükselmenin olması, banka mevduatlarında bir artış olmasına, gayri resmi piyasada toplanan fonlarda ve kamunun nakit para tutma talebinde bir azalma olmasına yol açacaktır. Diğer bir değişle, gayriresmi piyasadan bankacılık sistemine bir fon akışı olacaktır. Burada en önemli nokta, bankacılık sisteminin belirli bir munzam karşılık tutma zorunluluğuna tabi olmasına karşın, gayriresmi piyasada böyle bir zorunluluğun olmamasıdır (Nemli,1990:60).

Dolayısıyla faiz artışıyla birlikte gayri resmi piyasadan resmi piyasaya fon akışı olmakta ve toplam reel kredi arzı daralmaktadır. Bunun neticesinde yatırıma dönüştürülebilir kaynakların azalması, ekonomik büyümenin yavaşlamasına yol açmaktadır.

Yapısalcı yaklaşımın öncülerinden Taylor'un analizinin en önemli sonucu; gelişmekte olan ülkelerin mevcut finansal yapılarının, faiz hadlerini rekabetçi piyasa koşullarında düzeltme adına yapılan reformlar ile basit bir biçimde formüle edilemeyeceğidir. Bu görüşe göre, finansal serbestleşme reformu başarılı olsa dahi; bu başarı finansal sistemin sermaye birikiminin peşinden dalgalanan istikrarsız bir yapıya dönüşmesine neden olacaktır. Sonuç olarak, yatırım ve teknolojinin merkezi otorite tarafından doğrudan uyarılması ya da yönlendirilmesi sürdürülebilir bir kalkınma için daha istikrarlı bir yöntemdir (Emek,2000:67).

1.3.3. NEO- KEYNESYEN YAKLAŞIM

Neo- Keynesyen yaklaşıma göre, finansal serbestleşmeyle birlikte yükselen faizlerin ekonomik büyümeyi hızlandıracağı görüşü gelişmekte olan ülkelerde geçerliliğini yitirmektedir. Bu yaklaşıma göre finansal serbestleşme, ekonomik büyümeyi yavaşlatan bir unsur olmaktadır.

Finansal baskı kuramı, Neoklasik kuramın, finansal piyasalardaki bilgi akışının tamlığı ve fiyatların bu bilgileri tamamıyla yansıttığı varsayımı üzerine kurulmuştur. Neoklasik iktisadın bu varsayımı gerçek yaşamda pek geçerli değildir. Ekonomik yapıda, farklı sektörlerdeki ekonomik karar birimlerinin aynı bilgiye ulaşmak için farklı maliyetlerle karşılaşmaları, bilgi dağılımının mükemmel olmayışı böyle bir varsayımın geçersizliği yönündeki eleştirilerin başında yer almaktadır. Asimetrik bilgi dağılımı olarak adlandırılan eksik yapı, (riskin ve bilginin alınıp satıldığı) finansal piyasada iki temel sorunu gündeme getirmektedir. Bunlar, hatalı seçim (adverse selection) ve ahlaki risk (moral hazard)dir (Dinç,1999:50).

Fon arz edenler ellerindeki yetersiz bilgiyle, faiz oranı ve beklenen getiri oranı arasındaki ilişkiyi incelerler. Finansal liberalizasyonun etkisiyle, faizlerin yükselmesi

durumunda asimetrik bilgi sorunu daha da önemli sorunlara yol açmaktadır. Faizlerin yükselmesiyle kredi başvurularının ortalama kalitesi düşmektedir. Çünkü kredi maliyetlerinin yüksek olması, risk düzeyleri ve getirileri düşük projelerin gerçekleşmesi olanağını ortadan kaldırmaktadır. Bu durumda, yüksek faiz oranlarının olduğu bir ortamda, geriye sadece yüksek getirili aynı zamanda risk düzeyi de yüksek projeler kalmaktadır. Asimetrik bilgi problemi nedeniyle kredi verenler, düşük ve yüksek riskli projeleri birbirlerinden ayırt edemeyince, bu projeler arasından rastgele bir seçim yapmak zorunda kalmaktadırlar. Bu süreç ise hatalı (Ters) seçim olarak adlandırılmaktadır.

Neo Keynesyen yaklaşıma göre, finansal liberalizasyon, her zaman tasarrufları ve yatırımları arttırarak büyümeyi hızlandırıcı ve enflasyonu düşürücü etki yaratmamaktadır. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde önemli ölçüde bir finansal istikrarsızlık sorunu vardır. Finans sektöründe istikrarın sağlanabilmesi için, yalnızca yatırımların finansmanı bakımından gerekli kaynakların mevcut olması yeterli olmamakta, aynı zamanda etkili bir fonlamanın da yapılması gerekmektedir. Bu yapılamadığı takdirde, atıl duran fonların artmasıyla potansiyel büyüme hızı yavaşlayacaktır. Öte yandan, bizzat finans kesiminde yaşanan bir istikrarsızlık, büyüme sürecini olumsuz etkilemektedir (Özer,2006:22).

1.3.4.POST KEYNESYEN YAKLAŞIM

Post Keynesyen yaklaşım, Neo Keynesyen yaklaşım gibi temelde Keynesyen teoriden hareket etmekle beraber, bu iki yaklaşım arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Post Keynesyen yaklaşım asimetrik bilgi sonucunda oluşan ters seçim ve kredi tayınlaması sürecini Neo Keynesyen yaklaşımdan farklı bir şekilde ele almıştır. Neo Keynesyen yaklaşım, asimetrik bilginin yalnızca fon arz edenler için mevcut olduğunu varsayarken, Post Keynesyen yaklaşım asimetrik bilginin her iki taraf içinde geçerli olduğunu ileri sürmektedir. Post Keynesyen teoriye göre ekonomide her türlü faaliyet, belli bir zaman süresinin geçmesini gerektirir. Zamanın asimetrik bir değişken olduğunu ve geçmişi bildiğimiz halde geleceği bilemeyeceğimizi iddia etmektedir (Savaş,1984:157). Yani bu yaklaşıma göre fon arz edenlerin yanında, fon talep edenler de tam bilgiye sahip olamamaktadırlar.

Post Keynesyen yaklaşımın diğer yaklaşımlardan ayrılan en önemli fark beklentiler konusundaki görüşleridir. Neo Keynesyen yaklaşım kredi tayınlama sürecini statik bir şekilde analiz ederken, Post Keynesyen yaklaşım finansal piyasalarda fon arz ve talep edenlerin bekleyişlerini analizin içine katmaktadırlar. Bu yaklaşıma göre, finansal liberalizasyonun etkisiyle faizlerin yükseldiği spekülatif bir ortamda beklentileri şekillenen yatırımcılar, yüksek getiri ve yüksek risk taşıyan yatırım projelerini tercih etmeye başlayacaklardır.

Post Keynesyen görüşe göre, piyasalardaki işlemler, merkezileşmemiş, coğrafi olarak birbirleriyle bağlantılı olmayan, özel mülkiyete sahip piyasalar arasında gerçekleşmektedir. Bütün işlemlerde, bütün gelişmiş piyasalarda işlemler parasallaşmıştır. Satıcılar, bir satış işlemi tamamen gerçekleşmeden nakit almaktan kaçınmaktadırlar. Alım satım fiyatlarıyla gerçekleşen fiyatlar, anonim piyasa güçleri tarafından değil, piyasa ajanları tarafından gerçekleştirilmektedir. Üretim, belirli bir zaman içinde tüketime eşitlenmediği sürece, piyasalar nadir olarak veya hiçbir zaman temizlenemez. Denge bir analitik süreç olup, bir operasyonel süreç değildir. Bütün değişim ekonomileri tarihsel olarak kendi kendine örgütlenmiştir (Özer,2006:24)

İKİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASININ TEORİK ÇERÇEVESİ

2.1. PARA POLİTİKASI VE AMAÇLARI

Ekonomi politikalarının uygulanmasında genel olarak beş temel amaçtan bahsedebiliriz. Bunlar; ekonomik büyüme, tam istihdam, fiyat istikrarı, ödemeler dengesi denkliği ve adil gelir dağılımı olarak kabul edilebilir. Bu amaçları gerçekleştirebilmek için para ve maliye politikaları birbirleriyle uyumlu biçimde uygulanmaktadır. Tarihsel süreç içerisinde para politikasının gelişimine baktığımızda, Merkez Bankalarının çok farklı nihai hedeflerinin olduğu görülmektedir. Fakat son dönemde yaşanan gelişmeler ile birlikte, modern Merkez bankacılığı uygulamalarında para politikasının nihai hedefinin sürdürülebilir bir büyüme oranı karşılığında fiyat istikrarı olarak belirlendiği kabul edilmektedir. Bu noktada fiyat istikrarı düşük ve durağan bir enflasyon oranını ifade etmektedir. Para politikasının otoritesi olarak kabul edilen Merkez Bankaları, sürdürülebilir bir büyüme oranı karşılığında, fiyat istikrarı amacına yönelik olarak hangi para politikası araçlarını aktif bir şekilde kullanacağına ve hangi stratejisi izleyeceğine karar vermektedirler.

Para politikasının tanımı ve kapsamı, benimsenen teorik çerçeveye ve o ülkedeki merkez bankacılığı sisteminin oluşumuna göre değişebilmektedir. Genel kabul görmüş tanımıyla para politikası; para otoritesi olarak kabul edilen merkez bankalarının, parasal enstrümanları kullanarak ekonomideki toplam para ve kredi miktarını, firma ve hane halklarının bekleyişlerini etkileyerek ekonomik aktivitenin yönünü değiştirmeye yönelik olarak uyguladıkları stratejiler bütünü olarak kabul edilmektedir.[1]

Merkez bankaları, firmaların ya da hane halklarının fiyatlama davranışlarını, dolayısıyla, enflasyonu doğrudan kontrol edemezler. Bu nedenle merkez bankalarının para politikası stratejilerini belirlerken enflasyonu belirleyen ve kontrol

[1] Begg v.d. (1999), Friedman (2000), Halm (1961), Gray ve Talbot (2006) tarafından yapılan çalışmalarda

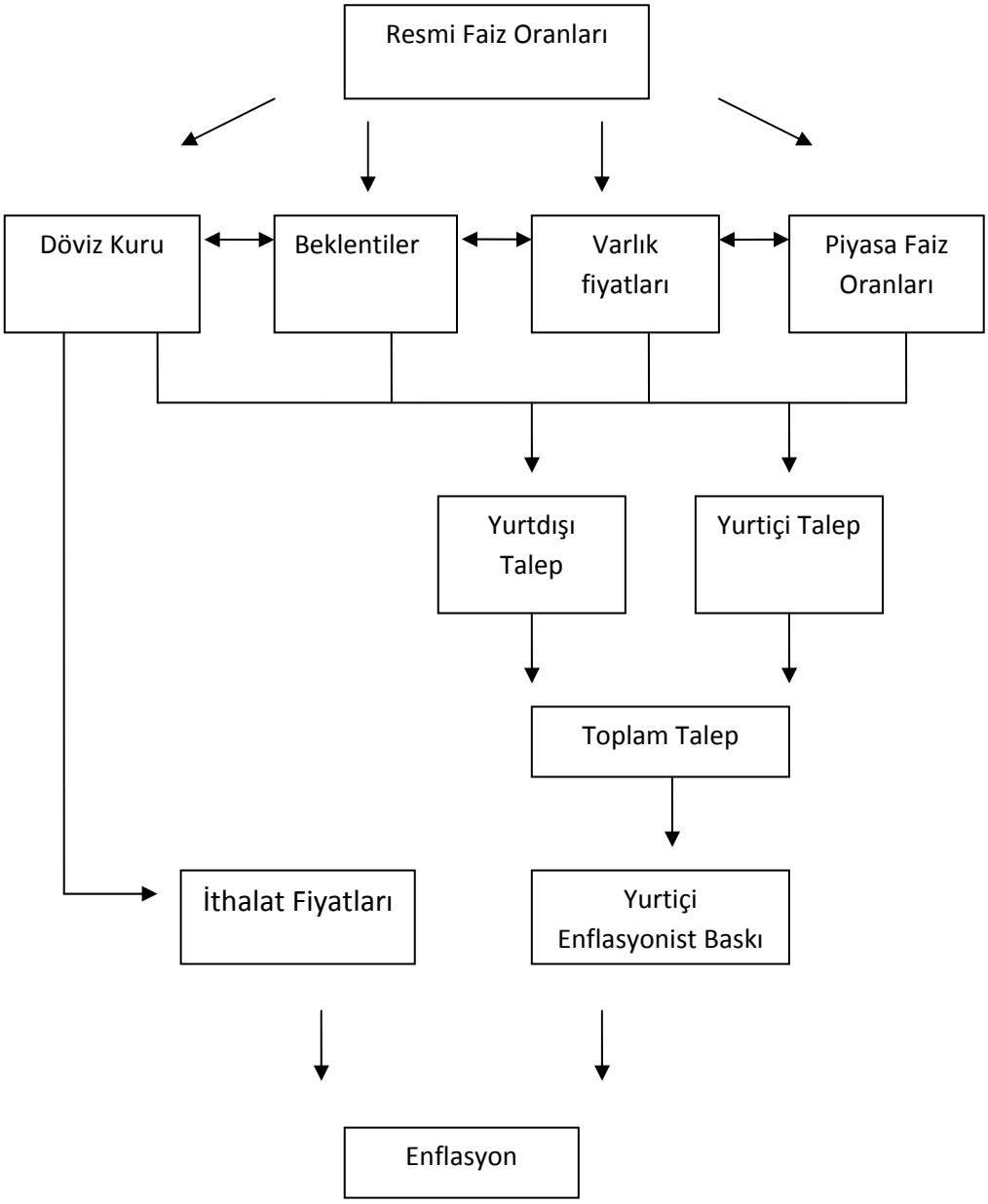
edecekleri değişkenleri, bu değişkenlerin enflasyonu hangi kanallarla etkileyeceğini iyi analiz etmeleri ve para politikalarını buna göre belirlemeleri gerekmektedir (Çelik vd, 2006:7).

2.1.1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI

Parasal aktarım mekanizması, alınan para politikası kararlarının fiyatlar genel seviyesini hangi kanallarla ve nasıl etkileyeceğini gösteren bir süreç olarak tanımlanabilir. Bir ekonomide parasal aktarım mekanizması hakkında elde edilecek bilgiler para politikasının başarısı açısından önem teşkil etmektedir. Parasal aktarım kanalları ile ilgili bir görüş birliğinin olmaması nedeniyle parasal aktarım mekanizması ekonomi literatüründe bir kara kutu olarak nitelendirilmiştir. Dışa açık bir ekonomide parasal aktarım mekanizmasının aşağıdaki şemada da görüldüğü gibi, genel olarak 5 kanaldan oluştuğu kabul edilebilir. Bu kanallar;

1. Geleneksel faiz oranı kanalı
2. Kredi kanalı
3. Döviz kuru kanalı
4. Hisse senedi kanalı
5. Beklenti kanalı

Şekil 2.1: Parasal Aktarım Mekanizması



KAYNAK: Bank of England. : **"The Transmission Mechanism of Monetary Policy",** The Monetary Policy Committee

2.1.1.1.GELENEKSEL FAİZ ORANI KANALI

Aktarım mekanizması kanallarından en geleneksel kanal olan faiz kanalı, gecelik faiz oranlarındaki değişimin tüketim ve yatırım kararlarını nasıl etkilediğini göstermektedir. Para politikasındaki değişimler, tasarruf sahiplerinin ve borçluların harcanabilir gelirlerini etkilemektedir. Merkez bankasının sıkı para politikası uygulaması sonucunda faiz oranlarının yükselmesi, sermayenin maliyetini arttırarak yatırım harcamalarının düşmesine ve sonuç olarak toplam talepteki azalma ile toplam üretimin azalmasına yol açmaktadır. Aynı zamanda faiz oranlarının yükselmesi enflasyon beklentilerinin sabit olduğu varsayımı altında, bugünkü tüketimin ertelenmesine ve gelecekteki tüketimin özendirilmesine sebep olmaktadır.

Bernanke ve Gertler (1995), para politikası şoklarının, ekonomiye tepkisinin büyüklüğü, zamanlaması ve bileşiminin yalnızca geleneksel faiz oranı (Neoklasik sermaye maliyeti) kanalı ile açıklanması durumunu eleştirmişlerdir. Geleneksel yaklaşımdaki boşlukların ise, kredi kanalı yardımıyla doldurulabileceğini belirtmişlerdir.

2.1.1.2.KREDİ KANALI

Parasal aktarım mekanizmasının kredi kanalında, bankaların para yaratma fonksiyonunun yanında kredi yaratma fonksiyonu da yer almaktadır. Merkez bankaları, para politikası kararlarıyla bankaların varlıklarını ve yükümlüklerini etkilemeye çalışmaktadırlar. Kredi kanalı, bankaların kredi verme davranışını inceleyen banka kredisi kanalı ve firmaların yatırım kararları ile banka kredileri arasındaki ilişkiyi inceleyen bilanço kanalı olarak iki farklı mekanizma ile açıklanmaktadır.

2.1.1.2.1.BANKA KREDİSİ KANALI

Bu mekanizmada merkez bankalarının genişletici bir para politikası uygulaması neticesinde, bankaların kullandırabilecekleri rezervler artarken, aynı zamanda faiz oranlarının düşmesi ile faiz maliyetinin de düşmesi yatırımları uyarmakta, toplam talebi ve dolayısıyla tüketimi de arttırmaktadır.

2.1.1.2.2.BİLANÇO KANALI

Bilanço kanalı kredi piyasasındaki asimetrik bilgi probleminden kaynaklanmaktadır. Düşük özsermayeye sahip firmaların riskli projelere yatırım yapma eğilimi neticesinde, piyasalardan borçlanma imkanı azalan bu firmalar bilançoları hakkında yanlış bilgi vererek kredi piyasalarında ahlaki tehlike ve ters seçim problemini yaratmaktadır. Sonuç olarak bu firmalar sağladıkları kredi ile mevcut borçlarını ödeyecekleri için, piyasadaki yatırım amaçlı fonlar azalmaktadır.

Borçlanıcıların bilançolarındaki etkilenme doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki etkiye sahiptir. Örneğin, daraltıcı para politikalarının borçlanıcıların bilançolarını zayıflatan doğrudan etkisi şöyledir. Birçok firma, stoklarını ve çalışma sermayelerini daha çok kısa vadeli borçlarla finanse ederler. Faiz oranlarının yükselmesi bu firmaların faiz maliyetlerini artırarak, nakit akışlarını ve finansal durumlarını zayıflatır. Ayrıca, faiz oranlarının yükselmesi, varlık fiyatlarının, dolayısıyla firmaların teminatlarının değerinin düşmesine, böylece dış finans priminin yükselmesine sebep olur (Kasapoğlu,2007:30).

2.1.1.3.DÖVİZ KURU KANALI

Ekonomilerin küreselleşmesi ve esnek döviz kuru rejiminin ortaya çıkmasıyla, para politikasının döviz kuru kanalı ile net ihracat ve toplam hasıla üzerindeki etkisi daha dikkat çekici bir durum olmuştur. Bu kanal sabit döviz kuru uygulayan ülkelerde işlemezken, ülkenin dışa açıklık derecesi ne kadar yüksekse o derece etkin olmaktadır (Mishkin,2001:8).

Finansal serbestleşmeyle birlikte esnek döviz kuru sistemini uygulayan dışa açık ekonomilerde, döviz kuru ve enflasyon arasında kuvvetli bir bağ bulunmaktadır. Bu ekonomilerde döviz kurunun enflasyona aktarımı genellikle şu mekanizmayla işlemektedir: Merkez bankalarının daraltıcı para politikası uygulaması neticesinde faiz oranlarının artışı, ülkeye yabancı sermaye girişini arttırmaktadır. Artan sermaye girişiyle birlikte değerlenen yerli para nedeniyle ithal ara ve tüketim malı fiyatlarının yerli para cinsinden azalması, fiyatlara doğrudan düşürücü etkide bulunmaktadır.

Döviz kurunda yaşanan dalgalanmalar aynı zamanda, birçok gelişen piyasa ekonomilerinin sorunu olan yüksek miktarda açık pozisyona sahip finansal ve finansal olmayan firmaların bilançoları aracılığıyla toplam talep üzerinde önemli etkilerde bulunabilir (Mishkin,2001:9). Firmaların yabancı para cinsinden borçlarının yüksek boyutlarda olması durumunda, genişletici para politikası yerli para biriminin değer kaybetmesine ve bu durumda borç miktarının artmasına yol açmaktadır. Yerli para cinsinden varlıkların değer kaybetmesi neticesinde bilançolarda yaşanan bozulma ters seçim ve ahlaki tehlike probleminin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

2.1.1.4.HİSSE SENEDİ KANALI

Para politikası değişikliği sonrası kısa ve uzun dönem faiz oranlarının artması, diğer etkenlerin (özellikle enflasyon beklentisinin) değişmemesi, hisse senedi gibi menkul kıymetlerin fiyatlarının daha düşük olması anlamına gelmektedir. Çünkü bu durumda, menkul kıymetlerin beklenen gelecek getirisi, daha yüksek bir faiz oranıyla bugünkü değere indirgenir. Para arzının artması ile hisse senedi fiyatlarının yükselmesi arasındaki ilişki parasalcı yaklaşımda, para arzındaki artışın varlık fiyatlarını ve tüketicilerin servetini artırması, böylece harcamaların artması şeklinde açıklanır. Keynesyen yaklaşımda ise, artan para arzının faiz oranlarını düşürmesi ve hisse senedi piyasasını daha cazip kılması beklenir (Kasapoğlu,2007:18).

Tobin'nin q teorisi, hisse senedi fiyatlarının ekonomiyi nasıl etkileyebileceğini anlatan bir mekanizmayı sağlamaktadır. Tobin q'su firmaların sermaye yenileme maliyetlerinin, piyasa değerlerine oranı olarak tanımlanmaktadır. Eğer q değeri yüksekse, firmanın piyasa değeri ve yenileme maliyeti arasındaki ilişki de yüksek olmaktadır (Mishkin,2001:1) .

$$M \uparrow \Rightarrow \ Ps \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Genişletici para politikası aracılığıyla düşen faizler, hisse senedi talebini ve fiyatını artırmaktadır. Daha yüksek hisse senedi portföyü, firmanın q değerini arttırırken böylece yatırımlarda artmaktadır.

2.1.1.5.BEKLENTİ KANALI

Resmi faiz oranlarındaki değişim, ekonomideki reel aktivitenin gelecekteki yönü hakkındaki beklentileri ve bu beklentilerle şekillenen güveni etkileyebilir. Beklentilerde yaşanan bu gibi değişimler, finansal piyasa katılımcılarını etkilerken, aynı zamanda bu katılımcılarda beklenen işgücü gelirleri, işsizlik, satış ve kar gibi değişkenler aracılığıyla ekonominin diğer kısımlarını da etkilemektedir (BOE,1999:6). Ayrıca dışa açık bir ekonomide, döviz kuru, bir varlık fiyatı olması sebebiyle, ileriye dönük bekleyişleri içeren bir bilgi seti sunmaktadır. Bu nedenle, örneğin, döviz kurunda gözlenen bir değerlenme, ileriye yönelik enflasyon beklentilerinin olumlu olduğu sinyalini vermek yoluyla, enflasyonun düşüşüne yol açabilmektedir (Çelik vd., 2006:10).

2.2.PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ

Merkez bankalarının temel görevi, sürdürülebilir bir büyüme oranı için, fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu nedenle Merkez Bankaları para politikası kararlarını alırken hükümet ile uyumlu olarak hareket etmek durumundadır. Merkez bankalarının enflasyonu düşürürken göz önünde tuttukları temel ölçüt en az maliyet yani, düşük üretim kaybı ve daha düşük bir işsizlik oranıyla enflasyonu kontrol altına almaktır. Para politikasının yürütülmesinde temel amacın fiyat istikrarı olması para politikası stratejilerini gündeme getirmiştir. Bu bağlamda Para Politikası Stratejisi, eldeki ilgili ekonomik göstergelerle, nihai hedef olan fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için para politikası kararlarının nasıl alınması gerektiğinin tutarlı ve yapılandırılmış tanımlamasıdır (Çelik vd,2006:10). Fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik para politikası stratejilerinin genel kabul görmüş 3 çeşidi bulunmaktadır. Bu stratejiler;

- ✓ Döviz Kuru Hedeflemesi
- ✓ Parasal Hedefleme
- ✓ Enflasyon Hedeflemesi stratejisidir.

Bu ayrımda parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi ara hedefleme, enflasyon hedeflemesi ise doğrudan hedefleme olarak kabul edilmektedir.

2.2.1.DÖVİZ KURU HEDEFLEMESİ

Döviz kuru hedeflemesi, uzun bir tarihe sahip para politikası rejimidir. Altın standardının başlıca özelliği olarak ulusal paranın değerinin altın gibi mallara sabitlenmesi şeklinde olabileceği gibi, ulusal paranın değerinin düşük enflasyona sahip ülkenin parasına sabitlenmesi şeklinde de olabilmektedir (Mishkin,1999:2).

Döviz kuru hedeflemesi günümüzde, katı ve yumuşak olmak üzere iki şekilde uygulanmaktadır. Yumuşak döviz kuru hedeflemesinde ulusal para, düşük enflasyona sahip bir ülkenin parasına ya da birçok yabancı paradan oluşan bir sepete bağlanmaktadır. Bu uygulamada, paranın belirli bir bant içinde dalgalanması da öngörülebilir. Para otoritesi tarafından sabitlenen değerin sürmesi bazen açık şekilde bazen de dolaylı olarak garanti edilmektedir. Katı döviz kuru hedeflemesi ise para kurulu veya tam dolarizasyon şeklinde uygulanmaktadır. Para kurulu uygulamasında, ulusal para sabitlenirken, diğer taraftan para tabanının büyüklüğü ulusal paranın sabitlendiği ülkenin sermaye hareketleri tarafından belirlenmektedir. Para kurulu uygulamalarında, açık piyasa işlemleri ve çeşitli para politikası araçlarının kullanılması yasaktır. Dolayısıyla bu tür uygulamada merkez bankalarının sterilizasyon imkanı ortadan kalmaktadır. Tam dolarizasyon ise bir ülkenin ulusal parasını tamamen terk ederek, yabancı bir para birimin resmi parası olarak kullanması olarak tanımlanmaktadır.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisi birçok avantaja sahiptir. Öncelikle döviz kuru hedefi nominal çıpası, uluslararası ticarete konu olan malların enflasyon oranına sabitlenmektedir ve böylece direk olarak enflasyonun kontrol altına alınmasına katkıda bulunmaktadır. Bir diğer avantaj ise, eğer döviz kuru hedefi güvenilir ise, enflasyon beklentilerinin, ulusal paranın sabitlendiği ülkenin enflasyonuna göre belirlenmesi sağlanır. Döviz kuru hedefi, zaman tutarsızlığı probleminden korunmayı amaçlayan para politikası davranışı için otomatik bir kural sağlamaktadır. Döviz kuru hedeflemesi stratejisi yerel para biriminin devalüasyona eğilimi olduğu durumda sıkı para politikasını zorlamaktayken, yerel para biriminin değerlenmesi durumunda ise

para politikasının gevşemesini sağlamaktadır. Son olarak döviz kuru hedefi, sadeliği ve açıklığı sayesinde kamuoyu tarafından kolayca anlaşılması avantajına sahiptir (Mishkin,1999:3).

Ancak, kur çapası stratejisinin yukarıdaki avantajlarına karşın önemli dezavantajları da vardır: Kur çapası uygulamalarında, merkez bankasının likidite ve faizler üzerindeki kontrolü kaybolur ve likidite ve faizler ödemeler dengesi gelişmelerine göre belirlenir. Eğer, kur artışlarının kontrol edilmesine karşın, enflasyon yeteri kadar düşmezse, yerli para değer kazanır ve ithalat artarken, ihracat geriler bu da cari işlemler açığına yol açar. Yüksek cari işlemler açığı, doğrudan yabancı yatırımları yolu ile finanse edilmediğinde, ancak yüksek faizlerin teşvik edeceği "sıcak para" ile finanse edilebilir. Bu durumda ekonomi dışsal şoklara çok duyarlı hale gelir ve kur politikası spekülatif ataklarla karşı karşıya kalabilir. Bu gelişmelerin muhtemel sonucu da, devalüasyonu gerektirebilir (Önder,2005:40).

Döviz kuru hedeflemesinin bir diğer olumsuz etkisi ise gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ulusal paranın değerinin gelecekte nasıl bir hal alacağı konusundaki belirsizlik, bu ülkelerde borçlanma enstrümanlarının döviz cinsinden ifade edilmeye başlanmasına neden olmaktadır. Aynı zamanda döviz kuru hedeflemesinin finansal kurumları döviz cinsinden borçlanması yönünde teşvik etmesi bu kurumların açık pozisyonlarının yüksek boyutlara ulaşmasına ve herhangi bir spekülatif atak karşısında bilanço yapılarının bozulmasına ve olası bir devalüasyon karşısında borç yüklerinin artmasına neden olmaktadır. Merkez bankasının müdahale gücünün elinden alınmasının da etkisiyle finansal krizler yaşanmaktadır.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisi gelişmiş ülkelerde başarıyla uygulanmıştır. Fransa ve İngiltere ulusal paralarını Alman markına sabitleyerek enflasyon oranlarını düşürmüşlerdir. Fakat 1990'ların ikinci yarısından itibaren döviz kuru hedeflemesi stratejisi uygulayan birçok ülkenin, spekülatif ataklara maruz kalması nedeniyle yaşadığı finansal krizler, döviz kuru hedeflemesi stratejisinin kullanım alanını daraltmıştır.

2.2.2.PARASAL HEDEFLEME

Parasal hedefleme, enflasyonu kontrol altına almak için parasal büyüklüklerin nominal çıpa olarak kullanılması şeklinde uygulanmaktadır. Bretton Woods sisteminin çökmesi ve sabit döviz kuru rejiminin artık önemini yitirmesi, parasal hedefleme stratejisinin önem kazanmasında büyük rol oynamıştır. Parasal hedefleme stratejisinin temeli, enflasyonun parasal büyümeden kaynaklandığını savunan miktar teorisine dayanmaktadır. Parasal hedefleme stratejisinde merkez bankaları, enflasyon ile en yakın ilişkiye sahip olan para arzı tanımını nominal çıpa olarak belirlemektedirler. Parasal hedeflemenin döviz kuru hedeflemesine kıyasla en önemli avantajı, parasal hedeflemede merkez bankasının para politikasını yurtiçi ekonominin beklentilerine göre ayarlayabilmesidir. Merkez bankaları böylelikle diğer ülkelerden farklı olan enflasyon hedeflerini seçebilmekte ve üretim dalgalanmalarına karşı bazı tepkiler gösterebilmektedir. (Mishkin,1999:12)

Mishkin (1999) , parasal hedefleme stratejisinin başarısını 2 önemli koşula bağlamaktadır. Öncelikli ve en önemli koşul; enflasyon ve nominal gelir gibi değişkenler ile hedeflenen parasal büyüklükler arasında güçlü ve güvenilir bir ilişki olması zorunluluğudur. Bu ilişkinin zayıflığı halinde ortaya çıkabilecek istikrarsızlık durumunda, parasal hedefleme enflasyon beklentilerini sabitlemeye yardım edememekte ve dolayısıyla parasal hedefleme stratejisi çalışmamaktadır. Mishkin (1999), enflasyon ve parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin kırılması durumunun Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkmış olduğunu tespit etmiştir.

Parasal hedeflemenin bir diğer başarı koşulu ise, parasal büyüklüklerin merkez bankası tarafından iyi kontrol edilebilir olması gerekliliğidir. Bu koşulun mevcut olmadığı durumda, parasal büyüklükler, politika yapıcılarının hakkında iyi bir sinyal sağlayamamaktadır. Dar anlamdaki parasal büyüklükleri Merkez Bankası tarafından kolayca kontrol edilebilir olmasına karşın, M2 ve M3 gibi genişletilmiş para tanımları kolayca kontrol edilememektedir.

Parasal hedefleme 1970'li yıllarda birçok gelişmiş ülke tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Özellikle Almanya 1975 yılından 1995 yılına kadar parasal hedefleme stratejisini başarıyla uygulamıştır. Parasal hedefleme Kanada, İngiltere ve

Amerika'da aynı başarıyı sağlayamamıştır. Bunun 2 nedeni vardır: birincisi söz konusu ülkelerde parasal hedeflemenin ciddi bir şekilde takip edilmemesi ve bu nedenle başarı şansını yitirmesidir. İkincisi ise, 1980'li yılların başlarında parasal büyüklükler ile enflasyon, nominal gelir arasındaki öngörülebilir ilişkinin finansal enstrümanların sayısındaki artışa bağlı olarak bozulmasıdır (Mishkin,1999:14).

Parasal hedeflemenin başarısı, hedef değişkenlerle ve nominal çıpa arasındaki ilişkinin güçlü olmasına bağlı olmaktadır. 1980'lerden sonra finansal piyasaların gelişmesiyle, yeni finansal araçların ortaya çıkması ve aynı zamanda finansal serbestleşmenin de etkisiyle para talebinin ve para arzının tanımlanması zorlaşmış, parasal büyüklükler ile enflasyon oranı arasındaki ilişkinin şiddeti zayıflamıştır. Gerek yukarıdaki nedenlerle, gerekse uygulamada yapılan yanlışlarla birçok ülkede parasal hedefleme stratejisi başarısızlıkla sonuçlanmış ve terk edilmiştir.

2.2.3.ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Parasal büyüklükler ile enflasyon gibi hedef değişkenler arasındaki ilişkinin bozulması nedeniyle, birçok ülke son yıllarda para politikası rejimlerini enflasyon hedeflemesine bağlamışlardır (Mishkin,1999:18). Benzer bir şekilde, hızla artan uluslararası sermaye akımları ve döviz kurlarını spekülatif saldırılardan korumanın gittikçe zorlaşması gibi unsurlar, sabit döviz kuru rejiminin enflasyonu kontrol altına almakta gittikçe daha az güvenilir ve daha az başarılı olmasına yol açmaktadır. Bunun yanında, döviz kuru hedeflemesi yapan ülkelerin yerel faiz oranları para birimi çıpa olarak seçilen ülkedeki gelişmelerce belirlendiğinden, bağımsız para politikası uygulama yeteneği ortadan kalkmakta ve dolayısıyla bu ülkelerde dışsal şokları yumuşatacak esnek bir politika aracı bulunmamaktadır. Döviz kuru hedeflemesi ayrıca, son yıllarda, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu birçok ülkede oldukça yıkıcı etkileri olan büyük krizlerle sonuçlanmıştır. Bu nedenle, bu tarz bir para politikası stratejisi, giderek daha az sayıda ülke tarafından tercih edilmektedir (Kara ve Orak,2008:4). Bu nedenlerle yeni bir para politikası stratejisinin arayışıyla merkez bankaları, ara hedef kullanmadan doğrudan enflasyon hedeflemesine yönelmişlerdir. Enflasyon hedeflemesi ilk olarak 1990 yılından Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Daha sonraları başta Kanada ve İngiltere

olmak üzere birçok gelişmiş ülkelerde uygulanmış ve son yıllarda ise gelişmekte olan ülkelerde de tercih edilir bir para politikası stratejisi olmuştur.

Enflasyon hedeflemesi rejimi; fiyat istikrarının sağlanması ve korunması amacına yönelik olarak merkez bankaları ve hükümet tarafından belirli bir dönem için belirlenen enflasyon hedefinin veya hedef aralığının kamuoyuna ilan edilmesi şeklinde uygulanan para politikası stratejisidir. Merkez bankaları bu uygulamada, kamuoyuna duyurulan enflasyon hedefinin gerçekleşmesi ile ilgili olarak doğrudan sorumluluk almaktadır. Bu nedenle merkez bankaları enflasyon hedefine ulaşmak için uygulayacağı para politikası araçlarını belirlemede bağımsız olmaktadırlar. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde merkez bankaları herhangi bir ara hedef ilan etmeksizin, doğrudan enflasyonun kendisini hedeflemektedir. Merkez bankalarının uygulayacağı para politikaları ve kullanacakları araçları belirlenen enflasyon hedefine ve beklentilerin hedeflenen enflasyondan sapmasına göre belirlenmektedir.

Enflasyon hedeflemesi beş temel elementi içeren bir para politikası stratejidir: 1) orta dönemli rakamsal enflasyon hedefinin kamuya ilanı, 2) para politikasının öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğuna dair kurumsal taahhüdün verilmesi, 3) politika araçlarına ilişkin karar alınırken, sadece parasal büyüklüklerin ya da döviz kurunun değil, birçok değişkenin göz önünde tutulduğu bilgi içerikli bir stratejinin kullanılması, 4) para otoritelerinin planları, kararları ve amaçları hakkında kamu ve piyasalarla kurulan iletişim aracılığıyla, artan para politikası stratejisi şeffaflığı, 5) enflasyon amaçlarına ulaşılmasında artan merkez bankası sorumluluğu (Mishkin,2000:1).

Enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşması için bazı ön koşullar gerekmektedir. Bu koşullar şunlardır;

Kurumsal bağımsızlık; daha önce de belirtildiği gibi enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşabilmesi için enflasyonun düşürülmesinden sorumlu tutulan merkez bankalarının, uygulayacakları para politikası araçlarını bağımsız olarak seçme özgürlüğüne sahip olması gerekmektedir. Merkez bankasının mali ve idari özerkliğe sahip olması, politik amaçların para politikasını yönlendirmemesi bağımsızlığın en önemli unsurlarıdır. Bu nedenle merkez bankası ve hazine arasındaki ilişkilerinin

yeniden düzenlenmesi gerekmektedir. Fischer'a göre ise merkez bağımsızlığı üzerine yaşanan tartışmalar ikinci en iyiye ilişkin tartışmalardır. Çünkü birinci en iyide, para ve maliye politikaları mükemmel bir uyum içinde koordine edilecek ve böyle bir durumda bağımsız bir merkez bankasına gerek kalmayacaktır. Ancak, mükemmel olmayan dünyada merkez bankası yöneticilerinin çok büyük bir kısmı kendi ticaretlerini yapmaktadırlar. Ayrıca, politik sistemler kısa dönemde fayda sağlayan enflasyonist politikaları tercih etmekte; bu politikaların uzun dönemli maliyetlerine ise pek önem vermemektedirler (Fischer,t.h.:3).

Enflasyon hedeflemesinin başarılı olması için merkez bankasının bağımsız olması yanında, itibarlı olması da önemlidir. Bu itibar, bankanın şeffaf olması, hesap verebilir olması ve çıkardığı paranın nominal değeri ile ölçülür. Yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde merkez bankasına olan güven de sınırlıdır. Bu nedenledir ki enflasyon hedeflemesine geçen ülkeler, enflasyon oranı tek haneye indikten sonra geçmişlerdir (Korkmaz,2004:315).

Tek hedefin fiyat istikrarı olarak belirlenmesi; Merkez bankalarının yalnızca fiyat istikrarı hedefine odaklanması, döviz kurları, büyüme ve istihdam gibi diğer makro ekonomik değişkenlere yönelik hiçbir taahhüdünün bulunmaması gerekmektedir. Enflasyon hedefi dışında başka değişkenler de hedeflendiğinde uygulanan politikalar birbirleriyle çelişebilmektedir.

Mali baskınlığın olmaması; 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 (Tutar,2005:15).

Gelişmiş finansal yapı; enflasyonun hedeflenen düzeyde tutulabilmesi için kullanılacak para politikası araçlarının etkinliği önem taşımaktadır. Finansal derinliğe ve gelişmişliğe sahip olmayan piyasalarda, piyasaların uygulanan

politikalara yeterli hızda tepki verememesi enflasyon hedeflerinden sapmalara yol açmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi, diğer para politikası stratejilerine kıyasla kamuoyu tarafından daha anlaşılabilir ve açık olması, enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınabilmesini kolaylaştırması sebebiyle tercih edilen bir para politikası stratejisi olmaktadır. Bunun yanısıra enflasyon hedeflemesi rejiminin önkoşulu olan hesap verilebilirlik ve şeffaflık ilkesi sayesinde Merkez Bankalarının hem kredibiliteleri artmakta, hem de zaman tutarsızlığı tuzağı düşmeleri engellenmektedir. Enflasyon hedeflemesi merkez Bankalarına şoklara karşı bağımsız para politikası uygulama ve müdahale etme imkanı tanımaktadır. Enflasyon hedeflemesi sağladığı birçok kolaylığa karşın, çeşitli olumsuzluklar içermektedir. Öncelikle enflasyon hedeflemesi**,** üretim istikrarsızlığına ve düşük ekonomik büyümeye yol açmaktadır. Enflasyon hedeflemesi, enflasyonun kontrol altına alınmasındaki zorluk nedeniyle merkez bankasının hesap verilebilirliğini zayıflatabilmektedir. Enflasyon hedeflemesinin yarattığı son olumsuzluk ise, birçok gelişmekte olan ülkede karşımıza çıkan finansal istikrarsızlık sorunudur. Enflasyon hedeflemesi, esnek döviz kurunun uygulanması gerekliliği nedeniyle, finansal piyasalarda istikrarı bozucu etkiler yaratabilmektedir.

Para politikası stratejilerini enflasyon hedeflemesine bağlayan birçok yükselen pazar ve gelişmekte olan ülkeler, endüstrileşmiş ekonomilerden çok farklı karakterde ve derecede birçok güçlükle yüzleşmektedirler. Bu güçlüklere neden olan 5 önemli olgu aşağıda sıralanmıştır (Roger,2009:23);

- ✓ Zayıf mali sektör finansal yönetimi,
- ✓ Zayıf mali sektör kurum ve piyasaları,
- ✓ Düşük para politikası kredibilitesi,
- ✓ Finansal yükümlülüklerinin geniş dolarizasyonu,
- ✓ Sermaye akımlarında keskin değişiklikler ve uluslararası yatırımcı duyarlılığıdır.

2.3.PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Ekonomik gelişmelere ve para politikalarının uygulanması ile ilgili teorik çerçevedeki değişime bağlı olarak, para politikasının amaçları ve bu amaçlara ulaşmak için kullanılan araçlarda önemli değişiklikler meydana gelmiştir. Para politikalarının uygulanmasında, ekonomik gelişmelerin para politikasının amaçları üzerinde yarattığı değişiklikler, belli dönemlerde merkez bankalarının bu amaçlara ulaşmak için belirledikleri hedef değişkenleri de etkilemiştir. Ekonomide işsizliğin giderilmesinin temel sorun olduğu dönemlerde para politikası daha çok genişletici olarak uygulanırken, enflasyonun sorun olarak ortaya çıktığı 1960 ve 70'li yıllarda parasal büyüklüklerin kontrolünün, zaman içerisinde finansal entegrasyondaki gelişmelere bağlı olarak ise faiz oranlarının istikrarının önem kazandığı gözlenmiştir (Akçay,1997:10-11).

Etkin para politikası araçlarının, etkilemek istenilen değişkenler üzerindeki kontrolü sağlamanın yanısıra, ortaya çıkabilecek olumsuzlukları da mümkün olduğunca asgariye indirmesi gerekmektedir. Merkez bankalarının para politikası araçları dolaylı ve dolaysız olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Merkez bankası dolaysız para politikası araçlarını kullanarak faiz oranları, kredi ve mevduat miktarına doğrudan sınırlama getirerek finansal kurumların bilançolarını kontrol altına almayı amaçlarken, dolaylı araçları kendi bilançosunu kontrol etmek için kullanmaktadır.

Finansal serbestleşmenin amacı, tasarrufların ve kredilerin verimli bir şekilde tahsisini teşvik eden bir sistem geliştirmektir. Bu nedenle finansal serbestleşmeyle birlikte, direk parasal kontrol yerini dolaylı kontrollere bırakmıştır (Gray ve Talbot, 2006:33). Dolaylı araçlar piyasa bazlı araçlar olarak adlandırılmaktadır. Bu araçların fiyatları piyasa tarafından belirlenmektedir. Ancak bu araçlar piyasa-bazlı veya dolaylı olarak adlandırılırken, kullanım koşullarını içeren; uygun katılımcılar, ihale yöntemi ve ödeme biçimleri gibi asgari düzenlemeleri de içermektedirler (Akçay,1997:12).

2.3.1.DOLAYSIZ PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

2.3.1.1.FAİZ ORANI KONTROLLERİ

Merkez bankasının, bankaların ve diğer finansal kurumların kredi ve mevduat faiz oranlarına belli sınırlamalar getirmesi şeklinde uygulanan bir para politikası aracıdır. 1970-80'li yıllarda yoğun bir şekilde kullanılan bu araç günümüz ekonomilerinde artık tercih edilmemektedir.

2.3.1.2.KREDİ TAVANI UYGULAMASI

Kredi tavanı uygulaması özellikle gelişmekte olan ülkelerde başvurulan bir yöntemdir. Bu yöntemde, bankalarca açılabilecek azami kredi miktarlarının belirlenmesi ile baz paranın ve para stokunun kontrol altında bulundurulması sağlanmaktadır. Bu tür bir sınırlandırma tüm banka kredilerini kapsayabileceği gibi belli kredi türleri itibariyle de uygulanabilmektedir (Akdiş,2006:274). Aynı zamanda bu uygulama ile teşvik edilmek istenen sektörün kredi tavanı yüksek tutularak, ekonomide belli sektörlerin gelişmesi sağlanabilmektedir.

2.3.1.3.FARKLILAŞTIRILMIŞ REESKONT ORANLARI

Merkez bankaları, bankaların kendilerine iskonto ettirecekleri senetlerin çeşitlerine göre farklı reeskont oranları uygulayabilir. Böylelikle merkez bankaları bazı sektörlerin gelişmesini desteklerken, bazılarını sınırlayabilir. Örneğin, tarım sektörüne daha fazla kaynak aktarılabilmesi amacıyla tarım kredisi veren bankaların reeskont kotaları yüksek tutulabilmektedir. Bu kotaların kullanılabilmesi için, ilgili sektörlerden reeskonta kabul edilebilecek menkul kıymetlerin kapsamı değiştirilebilmektedir (Akçay,1997:14).

2.3.1.4.DİSPONİBİLİTE ORANI

Disponibilite oranı, bankaların taahhütlerine karşılık ellerinde bulundurmak zorunda oldukları disponibl yani kolay nakde çevrilebilir değerler için merkez bankaları tarafından belirlenen orandır. Merkez bankası bu araçla, bankaların ellerindeki kredi verilebilir büyüklüklerini etkilemektedir. Genel olarak zorunlu karşılık politikası ile

aynı etkilere sahiptir. Merkez bankasının zorunlu karşılıklara faiz uygularken, bankaların likit olarak tuttukları bu miktarlara bu çeşit bir uygulamada bulunmaması disponibilite oranının piyasaları etkileme gücünü daha da artırmaktadır.

2.3.1.5.FİNANSAL ARACILARIN PORTFÖYLERİNİN YENİDEN DÜZENLENMESİ

Merkez bankaları bu politika aracı ile finansal kurumların ellerinde bulunduracakları menkul kıymetlerin hangi sektörlere ait olacağını ve miktarlarının ne olacağını belirlemektedir. Böylelikle teşvik edilmek istenen sektöre kaynak aktarımı gerçekleştirilmektedir.

2.3.1.6.HİSSE SENEDİ VE TAHVİL ALIMINA YÖNELİK KREDİ KONTROLÜ

Hisse senedi ve tahvil alımının taksitle olduğu durumlarda, bazı senetler için ne kadar peşin ödeme yapılacağı belirlenebilir. Çeşitli sektörlerle ilgili hisse senedi ve tahviller için fertlerin peşin olarak verecekleri oranı artırarak veya azaltarak kişisel tasarrufların söz konusu faaliyetlere akışını azaltmak veya artırmak mümkün olabilir (Parasız,2007:86).

2.3.1.7.TÜKETİCİ KREDİ KONTROLÜ

Para otoriteleri veya hükümetler, ev veya apartman dairesi dahil çeşitli dayanıklı tüketim mallarının taksitli alımlarında, müşteriler tarafından peşin olarak ödenecek kısmının minimum miktarı ile fertlerin bu amaçla bankalardan temin edecekleri kredilerin vadesinin değiştirerek söz konusu mallara olan talebi kısıtlayabilir. Böylece bir kısım kaynak, tüketim malları üretim sektörlerinden alınarak kalkınma açısından daha önemli diğer üretim sektörlerine kaydırılabilir (Parasız,2007:86).

2.3.1.8.İKNA YOLU

Merkez bankaları ikna gücünü kullanarak finansal kurumların ve bankaların davranışlarını yönlendirebilirler. Bu politikaya ahlaki korkutma politikası da denilmektedir. Örneğin merkez bankaları finansal piyasaların istikrarına yönelik

olarak bankalardan kredilerini arttırması veya azaltması yönünde telkinde bulunabilir.

2.3.2.DOLAYLI PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

2.3.2.1.AÇIK PİYASA İŞLEMLERİ

Açık piyasa işlemleri, merkez bankalarının para politikası hedefleri çerçevesinde dolaşımdaki para miktarını etkilemeye yönelik olarak piyasada bulunan hazineye ait bono ve tahvillerin alım satım işlemleri olarak kabul edilmektedir. Açık piyasa işlemleri günümüz merkez bankacılığında operasyonel anlamda en çok kullanılan para politikası aracı olmaktadır.

Özel kesimin bono ve tahvilleri, açık piyasa işlemlerinin kapsamı dışındadır. Merkez bankaları, özel bono ve tahvilleri üzerine işlem yapmazlar, böylece merkez bankasının çıkar hesaplarının dışında kalması, sadece makro sorunlara yönelmesi sağlanır (Paya,2002:154). Açık piyasa işlemleri ile hazineye ait bono ve tahvillerin alım işlemi neticesinde parasal taban genişlerken, tersi durumda piyasadan para çekilmesi nedeniyle parasal taban daralmakta ve para arzı kısılmış olmaktadır.

Açık piyasa işlemlerinin en önemli özelliği esnek olmasıdır. Bu işlemler, gün içerisinde rahatlıkla ters çevrilebilmekte ve parasal taban üzerinde küçük miktardaki ayarlamalara olanak sağlamaktadır. Her ne kadar açık piyasa işlemlerinde inisiyatif merkez bankasında imiş gibi görünse de, bu operasyonlar konjonktüre ve bankaların bu kağıtlarla işlem yapma güdüsüne bağlıdır. Açık piyasa işlemlerinin para politikasının uzun vadeli amaçları için kullanılması; bu işlemlerin ilk etkisinin sermaye piyasasının yoğunlaştığı bölgelerde olması, ülke geneline yayılışının zaman alması ve bu gecikme süresinin değişkenlik göstermesi nedeniyle güçtür (Akçay,1997:21-22).

Gelişmekte ve geçiş ekonomilerinde uygulanan APİ; bankacılık sisteminin yapısına, finansal sistemin serbestleşme derecesine, merkez bankasının eğitimli personeline, yeterli istatistiksel verilere, finansal yapıya ve DİBS veya özel para piyasası enstrümanlarının kullanılmasına bağlı olarak piyasa koşullarında çok çeşitlilik

göstermektedir. Ekonomiler büyüdükçe ve piyasalar olgunlaştıkça, birçok ülke ikincil piyasada oldukça esnek olan açık piyasa işlemlerini, özellikle repo-ters repo ve interbank piyasası işlemlerini, para politikasının yürütülmesinde kullanmaya başlamaktadırlar. Repo ve ters repo işlemleri, doğrudan alım ve doğrudan satım işlemleriyle kıyaslandığında, özellikle sermaye girişlerinin ve/veya çıkışlarının olduğu dönemlerde piyasadaki likiditeyi dengelemek (düzenlemek) amacıyla çok sık kullanılmaktadır (Önder,2005:74).

Açık piyasa işlemleri iki şekilde uygulanabilir.

- ✓ Outright İşlemler
  - Doğrudan Satım
  - Doğrudan Alım
- ✓ Repo İşlemleri
  - Geri Satım Vaadiyle Alım (Repo)
  - Geri Alım Vaadiyle Satım (Ters Repo)

Doğrudan Satım

Piyasadaki likiditenin fazla olduğu düşünüldüğü durumlarda, merkez bankasının açık piyasa işlemleri portföyünde mevcut olan DİBS'lerin, bankalara satılarak piyasadaki fazla likiditenin çekilmesi işlemidir.

Doğrudan Alım

Para politikası hedefleri doğrultusunda piyasadaki likiditenin az olduğu durumlarda, tedavülde bulunan ve vadesine bir yıldan az kalmış DİBS'lerin, bankalardan satın alım işlemidir.

Geri Satım Vaadiyle Alım (Repo)

Likidite sıkıntısının geçici olduğu durumlarda, bankacılık sistemi rezervlerinin geçici bir süre için arttırılması amacıyla kullanılmaktadır. İşlem tarihinde, bankalardan devlet iç borçlanma senetleri, ileride bir tarihte belli bir fiyattan geri satmak vaadiyle satın alınmaktadır. Reponun vadesi 91 günü geçememektedir.

Geri Alım Vaadiyle Satım (Ters Repo)

Piyasadaki likidite fazlasının geçici olduğu durumlarda yapılan kısa vadeli bir işlem çeşididir. İşlem tarihinde, açık piyasa işlemleri portföyündeki devlet iç borçlanma senetleri, belli bir fiyattan belli bir vadede geri alınmak vaadiyle bankalara satılmaktadır. Repoda olduğu gibi vadesi 91 günü geçememektedir.

2.3.2.2.REESKONT ORANI

Reeskont uygulaması ile bankalar, ellerinde bulunan ve genelde kısa vadeli senetleri merkez bankası tarafından belirlenen faiz oranı ile iskonto ettirerek likidite elde ederler. Reeskont uygulamalarında temel amaç merkez bankasının son kredi mercii görevini yerine getirmesidir. Böylelikle likidite sıkıntısı bulunan bankaların bu sorunları çözülerek piyasada oluşabilecek istikrarsızlık önlenmeye çalışılır. 1980 öncesinde para ve sermaye piyasalarının gelişmediği dönemlerde etkin olarak kullanılan bir politika aracı olan reeskont politikası, açık piyasa işlemlerinin piyasalardaki etkisinin daha büyük olduğu görüşünün yaygınlaşması ile kullanım alanı azalmaya başlamıştır.

Reeskont işlemlerinin 2 türü bulunmaktadır.

- ✓ Reeskont Kredileri
- ✓ Avanslar

Reeskont kredileri işleminde bankalar, ellerindeki vadesi dolmamış iskonto edilmemiş senetleri merkez bankasına götürerek cari faiz oranları üzerinden iskonto ettirirler. Merkez bankaları tarafından kredi karşılığı olarak alınan faizler düşülerek kalan tutar bankalara ödenir. Avans işleminde ise, senet karşılığı iskonto uygulanmadan belirlenen faiz oranı karşılığında bankalara kredi verilir.

Merkez bankaları hükümetlerce teşvik edilmek istenen sektörlere kaynak sağlanması şartıyla bankalara reeskont kredisi sağlayabilir. Reeskont kredilerinin çokça kullanıldığı bir alan da, konjonktür politikaları çerçevesindeki uygulamalardır. Şöyle ki, ekonomik durumu canlandırmak veya frenlemek isteyen merkez bankası, Reeskont Politikası uygulamalarına başvurabilir. Ancak Reeskont Politikalarının başarısı, geniş ölçüde piyasaların tepkisine bağlıdır: Piyasaları canlandırmak isteyen

bir hükümet, reeskont kredilerinin faizini düşürebilir. Ancak faizlerin düşürülmesi, kredi talebinin genişleyeceği anlamına gelmez. Çünkü faizler, önemli bir maliyet unsuru olmakla birlikte, yatırımlar üzerindeki tek kriter değildir. Faizlerin düşürülmesine rağmen, ekonominin canlandırılamadığı pek çok örnek mevcuttur (Paya,2002:154).

Reeskont işlemleri sonucunda para stokunda çeşitli etkiler ortaya çıkar. Reeskont oranının yükseltilmesi bankaların kredi masraflarını artıracağından, merkez bankasından ödünç alma hacmi azalır. Söz konusu etki maliyet etkisidir. Bir diğer etki ise, reeskont oranındaki değişikliğin kamuoyuna duyurulması ile bekleyişlerde yarattığı beyan etkisidir. Özetleyecek olursak, reeskont oranındaki değişmeler; piyasada borçlanma maliyetini etkileyerek, *maliyet etkisi,* değişmenin yönüne bağlı olarak piyasada farklı fon kaynaklarına yönelme ya da daha fazla reeskont kredisi kullanılmasına neden olarak, *ikame etkisi*, değişikliğin para politikasında bir değişiklik olacağına yönelik bir sinyal olarak algılanmasıyla, *beyan etkisi,* para politikasında reeskont oranındaki değişmeden sonra yapılan değişiklik ve bu değişikliğin algılanmasına bağlı olarak *politika etkisi* yaratır (Akçay,1997:18-19).

2.3.2.3.ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI

Bankaların mevduat ve benzeri yükümlülüklerinin belli bir oranının merkez bankası nezdinde tutulması zorunluluğudur. Zorunlu karşılık oranları bankaların rezervlerini değil, mevduat çarpanını etkilemektedir. Bu politika aracı ile bankaların kredi verilebilir kaynakları ve dolayısıyla kaydi para yaratma imkanı etkilenmekteyken, aynı zamanda bankacılık kesiminin varlıklarının belirli bir oranının risksiz ve likit olarak tutulması sağlanmaktadır.

Zorunlu karşılık oranlarının değişmesi, büyük küçük tüm bankacılık kesimini etkilemektedir. Zorunlu karşılık oranları politikası mali piyasaların çok gelişmediği özellikle gelişmekte olan ülkelerde para stokunun kontrol edilmesi yönünden etkin bir politika aracıdır. Bankaların para çarpanı yolu ile ellerinde mevcut kredi verilebilir mevduatların bir kaç misli kaydi para meydana getirebildikleri göz önünde tutulduğunda, zorunlu karşılık oranları politikası ile bankaların kredi verilebilir

kaynaklarının etkilenmesi ve dolayısı ile para stokunda büyük değişiklikler yapılabilmesi mümkündür (Akdiş,2006:278).

Zorunlu karşılık oranlarının olumlu etkilerinin yanında olumsuz olarak ifade edebileceğimiz etkileri de bulunmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi likidite sıkıntısı çeken bankaları güç duruma sokarken, böyle bir yükümlülüğü olmayan finansal kurumların avantajlı duruma gelmelerine neden olmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarının bir diğer olumsuz yönü ise küçük ayarlamalara imkan tanımamasıdır. Zorunlu karşılık oranlarında yapılan küçük değişimler dahi para arzının üzerinde büyük etkilere yol açmaktadır. Bu yüzden zorunlu karşılık oranlarının sık sık değişime uğraması finansal sistemin istikrarı açısından sağlıklı değildir.

Türkiye'de diğer para politikası araçları da kullanılmasına karşın, zorunlu karşılık oranı, 80'li yılların ikinci yarısına kadar en çok kullanılan ve en etkin araçlardan biri olmuştur. Hükümetler bu aracı sadece para arzını ayarlamak amacı ile değil, aynı zamanda kamu sektörüne fon sağlamak ve sektörel kredi dağılımını etkilemek için de kullanmışlardır (Keyder,1996:47).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİNDE UYGULANMAKTA OLAN PARA POLİTİKASI

3.1. 1980 ÖNCESİ İTHAL İKAMECİ YAPILANMA

1980 öncesi Türkiye ekonomisinde, dış ticaret, finansal piyasalar ve çeşitli mal piyasaları kontrollü bir yapı arz etmektedir. 1980'e kadar izlenen ithal ikameci sanayileşme politikaları döneminde devlet, hem yatırımcı hem üretici olarak kamu iktisadi teşekkülleri (KİT) kanalı ile sanayileşme hedeflerine ulaşmaya çalışmıştır (Afşar,2004:117).

İthal ikameci yapılanmaya gidilmesindeki amaç, ithalatın düşürülmesi ile dış ödemeler dengesinin sağlanması ve iç pazarın genişletilmesi olmuştur. Bu doğrultuda tarım ve imalat sanayi geliştirilmeye, ithalat ise kambiyo rejimiyle finanse edilebilecek boyutta tutulmaya çalışılmıştır. Fakat ihracat sadece tarım ürünleri ile sınırlı kalmış, yatırım malı ve bazı ara malların üretiminin yurt içinde gerçekleşememesi sonucunda dışa bağımlılık artmıştır. Yaşanan döviz darboğazından, katlı kur uygulamasıyla kurtulmaya çalışılmıştır. Bu dönemde dünya piyasalarında da çeşitli gelişmeler yaşanmıştır. OPEC'in petrol fiyatlarını aşırı derecede arttırması ile girdi ve enerji maliyetleri yükselmiştir. Aynı zamanda Kıbrıs sorununun ortaya çıkışı savunma harcamalarının yüksek boyutlara ulaşmasına neden olmuş ve kamu harcamaları üzerinde baskı oluşturmuştur. Artan petrol fiyatlarıyla dış ticaret hadleri bozulması, enflasyon 3 haneli rakamlara ulaşması, ekonomik büyüme durma noktası gelmesi, yaşanan döviz darboğazı ile birlikte ithal ikameci sanayileşme politikasına son verilmiştir.

3.2. 1980 SONRASI DÖNEM

1980'li yıllarda, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de küreselleşme rüzgarlarının etkisi görülmeye başlanmıştır. 1980 öncesi dönemde kapalı ekonomi anlayışıyla uygulanan ithal ikameci sanayileşme stratejisi yerini, dış ticaretin serbestleşmesine yönelik daha dışa açık ve liberal politikalara bırakmıştır.

1980'li yıllara Türkiye yüksek enflasyon, döviz darboğazı ve ödemeler dengesi açığıyla girmiştir. Bu bağlamda 24 Ocak 1980 yılında uygulamaya konulan istikrar programı ile serbest piyasa ekonomisi doğrultusunda devlet müdahalelerinin azaltılması, özel sektör yatırımlarının artırılması, yeni faiz ve kambiyo politikalarının uygulamaya konması, dış ticaretin serbestleştirilmesi ile ihracatın artırılması ve bu sayede ödemeler dengesinin sağlanması amaçlanmıştır. 24 Ocak Kararları olarak anılan istikrar programı, ekonomide büyük bir dönüşüm gerçekleştirmiş, piyasa ekonomisine geçilmesiyle birlikte yeni bir döneme adım atılmıştır.

24 Ocak önlemlerinin oluşturduğu yeni istikrar programının ana ilkeleri şöyle sıralanabilir (Keyder,1996:127) :

- ✓ Ekonominin yönetiminde karar bütünlüğü, tutarlılık ve uyum sağlanmalıdır. Bunun için mikro düzeyde müdahaleler yerine, makro düzeyde tutarlı kararlar alınmalıdır. Bunun yanısıra, imalat sanayinde ve ihracatta özel sektörün potansiyelinden ve dinamizminden azami ölçüde yararlanılmalıdır.
- ✓ Enflasyonun kontrol altına alınması birinci öncelikli sorundur. Ekonominin tekrar sağlıklı bir şekilde büyümesi, enflasyonun kontrol altına alınmasından sonra düşünülmelidir. Enflasyonun kontrol altına alınabilmesi için para ve kredi politikası titizlikle uygulanmalı, kamu sektörünün finansman açığı zamanla tamamen ortadan kaldırılmalı ve Hazine'nin Merkez Bankası'ndan borçlanması yakından izlenmelidir.
- ✓ Mevcut atıl kapasitenin tam olarak kullanılması, yeni yatırımlara göre öncelik taşımalıdır.
- ✓ İhracatın hızla artırılması gereklidir. Bunun için, diğer önlemler yanında, gerçekçi ve esnek bir kur politikası uygulanmalıdır.
- ✓ Tasarrufların arttırılması ve mali kurumlar aracılığı ile yönlendirilmesi önem taşımaktadır. Bunun için de gerçekçi bir faiz politikası uygulanmalıdır.
- ✓ Finansman açığının kapatılması ve yatırımların istihdam arttırıcı şekilde yeniden hızlandırılması bakımından özel yabancı sermayenin teşvik edilmesi gerekir.

İstikrar programındaki kambiyo politikası çerçevesinde sabit ve aşırı değerlenmiş TL uygulaması terk edilerek esnek kur politikasına geçilmiş, Türk lirası %48,62 oranında devalüe edilerek 1$= 47,80 TL'den 71,40 TL' ye yükseltilmiştir. Gübre ve tarım ilaçları haricindeki diğer ürünlerde katlı kur uygulaması son bulmuştur. 1 Mayıs 1981 yılından itibaren günlük kur uygulaması başlamıştır. Uygulanacak kur politikasında amaç, ihracatın teşvik edilmesi ve döviz geliri elde etmektir. Merkez Bankası 29 Aralık 1983'te günlük döviz kuru uygulamasına son vermiş, sadece TL'nin ABD doları cinsinden kurunu ilan etmeye devam etmiştir.

1980'li yıllarda para politikası açısından önemli gelişmeler yaşanmıştır. Dolaylı para politikasının etkinleşmesinin ve iç finansal serbestleşmenin ilk adımı olarak Mayıs 1980'de çıkarılan kararname ile bankalara açtıkları kredilere ve bankalararası mevduat ile vadeli mevduata uygulanacak faiz oranlarını belirlemelerine izin verilmiştir. Bunun yanısıra bankalar mevduat sertifikası çıkarmalarına izin verilmiş ve vadeli mevduata uygulanan yükümler mevduat sertifikaları için de geçerli olmuştur. Faiz oranlarının serbestleştirilmesi ile finansal piyasalara derinlik kazandırılması, tasarrufların artırılması ve enflasyonu düşürmek amaçlanmıştır. Rekabet koşullarının faiz serbestisine uygun olmadığını düşünen büyük bankalar, aralarında Centilmenlik Antlaşması imzalayarak, faizlerin yüksek boyutlara ulaşmasını engellemeye çalışmışlardır. Bazı küçük bankaların mevduat sertifikalarını bankerlere(aracı kurumlar), bankerlerinde ellerindeki mevduat sertifikalarını halka daha yüksek faizle satması, faizlerin kontrolsüz biçimde yükselmesine neden olmuştur. Böylelikle 1980 öncesinde yatırımları özendirmek ve kamunun finansman maliyetini düşürmek amacıyla düşük tutulmaya çalışılan ve 1970'lerin sonlarında enflasyonun yükselmeye başlamasıyla negatif düzeye gelen reel faizler, 1981 yılı sonlarına doğru pozitif düzeye çıkmıştır. O dönemde bir yandan izlenen sıkı para politikası, diğer yandan küçük bankalar ile bankerlerin rekabeti faiz oranlarının kontrolsüz bir şekilde yükselmesine neden olmuştur. Ortaya çıkan faiz yarışı, 1982 yılında finans kesiminde krize yol açmış, banker iflaslarıyla başlayan çöküş, bazı küçük bankaların iflasına neden olmuştur (Afşar,2004:129). Yaşanan finansal krizle beraber faizler tekrar TCMB'nin kontrolü altına geçmiştir.

Bu çerçevede, 12 Aralık 1982 tarih ve 8/5756 sayılı Kararname'nin faiz oranlarını belirleyen 3. maddesine göre, bankaların ödünç para verme işlerinde ve bankalar mevduatı hariç mevduat kabulünde alacakları ve verecekleri yıllık azami faiz oranları; bankalararası mevduat hariç toplam mevduat içindeki payları % 3 ve daha fazla olan bankalar tarafından vade ve türlerine göre serbestçe tespit ve müştereken TCMB'ye bildirilecek oranları aşamayacak olmaları kabul edilmek suretiyle, bu işlemlerde kullanılacak faiz oranlarının belirlenmesinde bankalara tanınan serbestiye bir ölçüde kısıtlama getirilmiştir. Bir yıl sonra kabul edilen 83/7507 sayılı Kararname ile bankaların mevduat kabulünde uygulayacakları maksimum faiz oranları ve bunların uygulama esas ve şartlarının TCMB tarafından üç aydan fazla olmayan sürelerle tespit edilmesi; ayrıca ödünç para verme işlemlerinde kullanılacak faiz oranlarının ise bankalarca kaynak maliyetlerine göre ayarlanması kararlaştırılmıştır. Fakat TCMB'nin 30 Haziran 1987 tarih ve 87/11921 sayılı Kararnameye ilişkin 1 No.lu tebliği ile faiz oranlarının, bir ay vadeli mevduatlarda % 28,3, üç ay vadeli mevduatlarda % 35,6 ve altı ay vadeli mevduatlarda % 38'i aşmamak koşuluyla bankalar tarafından serbestçe belirlenmesi kabul edilerek 1982 yılından önceki kontrollü uygulamaya dönülmek istenmiştir (Önder,2005:155).

İstikrarlı bir ekonomik yapının ve yeterli bankacılık düzenlemelerinin olduğu bir ortamda serbestleşmesi gereken faiz oranlarının; gerekli düzenlemelerin yapılmadığı, yüksek ve dalgalı enflasyonun olduğu, kamu açıklarının kontrol edilemediği bir ortamda serbest bırakılması ilk liberalizasyon denemesinin başarısızlıkla sonuçlanmasına neden olarak gösterilebilir.

Kambiyo politikasının devamı olarak Aralık 1983'te yürürlüğe giren Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu hakkında 28 sayılı karar ve Temmuz 1984'te 30 sayılı karar ile çeşitli serbestleştirmelere gidilmiştir. 28 sayılı kararla yurtdışındaki yerleşiklere Türkiye'de döviz tevdiat hesabı açmalarına, Türkiye'deki yerleşiklere döviz tevdiat hesabı açma ve döviz tutma olanakları sağlanmıştır. Ayrıca banka ve şirketlerin yurtdışından borçlanmalarına izin verilmiştir. 30 sayılı kararla birlikte ise, bankalara, TCMB tarafından belirlenen esas kurun, dövizler için %6, efektifler için %8 altını ve üstünü geçmemek kaydıyla döviz ve efektif alış satış fiyatlarını belirlemelerine izin verilmiştir. Bu kararların neticesinde yurtiçi yerleşiklerin

ellerinde tuttukları döviz miktarı yıllar itibariyle artış göstermiştir. Türk lirasının da değer kaybetmesi bu süreci kuvvetlendirmiştir. Para arzının denetimi zorlaşmıştır.

Tablo 3.1: Başlıca Parasal Göstergeler

Yıllar	Dolaşımdaki Para	Vadesiz Mevduat	Vadeli Mevduat	M2	Döviz Tevdiat Hesabı	M2Y
1980	218	425	178	924	-	882
1981	281	586	665	1.637	-	1.637
1982	412	799	1.212	2.554	-	2.554
1983	548	1.210	1.347	3.288	-	3.288
1984	736	1.280	2.926	5.179	-	5.179
1985	1.011	1.815	4.937	8.145	1.183	9.328
1986	1.302	3.953	6.918	12.173	2.436	14.609
1987	2.212	6.417	9.019	17.648	5.356	23.004
1988	3.426	7.886	15.883	27.194	9.512	36.707
1989	6.840	12.718	27.582	47.139	14.135	61.274

KAYNAK: TCMB, DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2006 (Milyon TL)

Bu dönemde finansal piyasaların gelişmesini ve para politikalarının etkinliğini sağlamak amacıyla çeşitli yasal düzenlemeler yapılmıştır. Bu doğrultuda 1981 yılında SPK kanunu kabul edilmiş, 1982 yılında fiilen çalışmaya başlamıştır. SPK'nin faaliyetlerinin işlerlik kazanması Ocak 1986 yılında İMKB'nin alım-satım faaliyetlerine başlamasıyla mümkün olmuştur. 1986 yılında başlayan özelleştirme süreciyle beraber KİT hisselerinin borsada alım-satımına başlanmıştır.

Finansal piyasalarla ilgili ikinci önemli gelişme ise, TCMB'nin otomatik rezerv sağlama fonksiyonunun ortadan kaldırılması amacıyla 2 Nisan 1986 yılında Bankalararası Para Piyasasının (İnterbank) kurulmasıdır. Bu sayede TCMB aracılığıyla fon ihtiyacı olan bankalar ile fon fazlası bulunan bankalar karşı karşıya getirilmiştir. Her banka için işlem yapma limitleri belirlenmiştir. 1982-83 yılında yaşanan Banker Krizi ile kontrol altına alınan faiz oranları tekrar arz talep

koşullarına uygun olarak piyasa mekanizması tarafından belirlenmesine izin verilmiştir.

Bankalararası para piyasasının kurulması Merkez Bankası'na parasal gelişmeleri yakından izleme olanağı sağlamıştır. İMKB'nin açılmasının da etkisi ile ikincil piyasalarda işlem hacmi belirgin bir artış göstermiştir. Bankalararası piyasanın kurulması, mali araçların çeşitlenmesi ve ikincil piyasaların genişlemesi Merkez Bankasının açık piyasa işlemlerine geçebilmesine ve para politikasının daha etkin yürütülmesine yardımcı olacak gelişmelerdir (Kesriyeli,1997:13).

Kamu açıklarının TCMB bilançosuna yansımaması ve iç borçlanma ile finansmanı amacıyla Mayıs 1985'te devlet iç borçlanma senetlerinin ihale yoluyla bankalara satılmasına başlanmıştır. DİBS satışlarının başlanmasıyla birlikte kamu finansman açıklarının büyük kısmı piyasalardan karşılanmıştır. Böylelikle TCMB'nin kamu kesimine verdiği kısa vadeli avans miktarında yeterli düzeyde olmasa da azalmalar meydana gelmiştir. Bu uygulama Merkez bankası bağımsızlığı ve TCMB'nin modern anlamda merkez bankası işlevini yerine getirmesi açısından önemli bir gelişme olmaktadır.

1986 yılı para politikası uygulaması 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 (Kesriyeli,1997:8). Bu amaca yönelik olarak 1986 yılında bankaların mevduat munzam karşılık ve disponibilite yükümlülüklerini yerine getirmeleri için düzenlemeler oluşturularak bankaların rezervlerinin izlenmesi sağlanmış, bir yandan da 4 Şubat 1987 tarihinden itibaren açık piyasa işlemleri uygulamaya konularak, rezervlerin kontrol altına alınması amaçlanmıştır.

1980'li yıllarla birlikte, "Para Yönetimi" kavramına verilen önem çerçevesinde bankacılık sektörünün rezervleri üzerinde, uygulanan para politikasının etkilerinin rasyonel bir biçimde gözlenmesi ve ekonominin likiditesinin daha sağlıklı yönetilebilmesi amaçlanmıştır. Bu amaca uygun olarak, 4 Şubat 1987 tarihinden itibaren uygulanmaya başlanan Açık piyasa işlemlerine işlerlik kazandırılmasını,

Devlet iç borçlanma senetlerinin alım satımının yapılacağı bir piyasa kurularak, Devletin iç borçlanma politikasına yön verilebilmesini, döviz ve efektif alım satımının yapılacağı bir piyasa kurularak, uygulanan liberal ekonomi politikası paralelinde milli paramızın değerinin piyasa ekonomisi kuralları dahilinde korunabilmesini, TCMB aktiflerinin önemli bir bölümünü oluşturan döviz işlemlerinin TL işlemleri ile birlikte ve daha rasyonel şekilde yürütülebilmesini, Merkez Bankasınca takibi yürütülen fonların para politikası doğrultusunda yönlendirilecek piyasada mevcut likiditenin ayarlanabilmesini temin etmek amacıyla, Banka Meclisinin 9 Ekim 1987 tarihli kararıyla 22 Ekim 1987 tarihinden geçerli olmak üzere "Para Piyasaları ve Fon Yönetimi Genel Müdürlüğü" adı altında yeni bir genel müdürlük kurulmuştur (Önder,2005:162).

Türkiye'de para piyasalarının gelişmesi, açık piyasa işlemleri başta olmak üzere para politikası araçlarının aktif olarak kullanılmasına, para politikası aktarım mekanizmasının güçlenmesine imkan sağlamıştır. 1980'li yılların ikinci yarısına ait önemli gelişmelerden bir tanesi de 1985 yılı sonunda para arzı ve parasal büyüklüklerin 1986 yılı içerisindeki durumunu tahmin eden para programları hazırlanmaya başlanmıştır. Bunun yanısıra 1988 yılında, Döviz ve Efektif Piyasası ve 1989 yılında Altın Piyasası kurulmuştur.

1987 yılı sonuna doğru döviz piyasasında çeşitli problemler baş göstermiş, resmi ve karaborsa döviz fiyatları arasındaki fark açılmıştır. Bu nedenle 4 Şubat 1988 tarihinde bir dizi önlem getirilmiştir (Keyder,1996 :128-129):

- ✓ Türk lirasına olan talebi arttırmak amacıyla, tavan konmakla beraber, mevduat faiz oranlarının saptanması serbest bırakılmış (1yıl vadeli için oran %65'e yükseltilmiştir).
- ✓ Zorunlu karşılık oranı %16'ya, disponibilite oranı %27'ye yükseltilmiş.
- ✓ İhracatçıların döviz kazançlarını Türk Bankalarına çekmek için önlem alındı.
- ✓ İthalat teminat oranı %15'e yükseltilmiş.

- ✓ İhracatta vergi iadesi ödemeleri artırılmıştır. Kısa sürede Türk Bankalarına transfer edilen ihracatçı dövizleri üzerindeki vergi iade oranı daha özendirici hale getirilmiştir.

1980 -1988 döneminde uygulanan ekonomi politikaları çerçevesinde Türkiye ekonomisinin genel görünümü, başlıca makroekonomik göstergeler yardımıyla aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.2: 1980-1988 Dönemi Temel Makroekonomik Göstergeler

	1981	**1982**	**1983**	**1984**	**1985**	**1986**	**1987**	**1988**
Enflasyon*	11.8	21.8	31.40	48.40	45.00	34.60	38.90	73.70
Büyüme(%)	4,8	3,1	4,2	7,1	4,3	6,8	9,8	1,5
Faiz Oranı**	35,00	50,00	45,00	45,00	55,00	48,00	58,00	83,90
Dış Ticaret Dengesi***	-3.864	-2.628	-2.990	-3.004	-3.044	-3.102	-3.273	-1.883
İç Borç Stoku (Bin TL)	991	1 341	3 173	4 634	6 972	10 514	17 218	28 458
KKBG (Bin TL)	319	374	689	1194	1267	1869	4563	6235
KKBG/GSYİH	3.0	2.7	3.7	4.0	2.7	2.7	4.5	3.6

KAYNAK: TCMB, DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2006

* TÜFE, 1981-1987 dönemi rakamları (1978=100) %Değişim, 1988 yılı rakamı (1988=100)
** Tasarruf mevduatı faiz oranları
*** Milyon ABD Doları

3.3. 1989-1999 DÖNEMİ

1989 yılı Türkiye ekonomisi için bir dönüşümü ifade etmektedir. 11 Ağustos 1989 yılında resmi gazetede yayınlanan 32 Sayılı Kararname ile uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar kaldırılmış ve bu kararla finansal serbestleşme açısından önemli bir adım atılmıştır.

32 Sayılı Kararname'ye ilişkin bazı maddeler şunlardır (Keyder,1996 :129-130):

- ✓ Bankalar, yetkili müesseseler ve özel finans kurumlarınca Türkiye'de yerleşik kişilere 3000 ABD Doları veya eşitine kadar döviz satabilecektir.
- ✓ Bankalar, yetkili müesseseler ve özel finansa kurumlarınca gişe alış ve satış kurları uygulanması gereken işlem limiti 50.000'den 10.000 ABD Dolarına düşürülmüştür.
- ✓ Bankalara Türkiye'de yerleşik kişilerle, en az on beş gün ve en çok altı ay vadede olmak üzere, 3000$'a kadar serbestçe, döviz alım satım işlemleri yapma yetkisi verilmiştir.
- ✓ Vadeli döviz alım satımına ilişkin şartlar basitleştirilmiştir.
- ✓ Fiili ihraç tarihinden itibaren 90 gün içinde ihracat bedellerinin en az %70'inin yurda getirilerek bankalar ve özel finans kurumlarına satılması halinde, kalan %30 ihracatçıların serbest tasarrufuna bırakılmıştır. İthalat bedellerinin bankaların yanı sıra özel finans kurumlarının kendi kaynaklarından da ödenebilecektir.
- ✓ 32 sayılı kararın 11. maddesi gereğince Türkiye'de yerleşik kişilerin, dışarıda yerleşik kişiler için veya bunlar adına yurt içinde veya dışında yapmış oldukları tüm hizmetler karşılığında elde ettikleri dövizleri serbestçe tasarruf edebilmeleri sağlanmıştır.
- ✓ Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın iznine tabi olarak Türkiye'den gidecek yerli sermaye limiti 3 milyondan 25 milyon ABD dolarına yükseltilmiştir.
- ✓ Türkiye'de yerleşik kişilerin, bankalar ve özel finans kurumları aracılığı ile yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri satın almaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurt dışına transfer ettirmeleri serbest bırakılmıştır.
- ✓ Dışarıda yerleşik kişiler borsada kote edilmiş her türlü Türk menkul kıymetlerini TL ödeyerek satın almaları mümkün kılınmıştır.
- ✓ Gayrimenkuller ile bunlara bağlı ayni hakların dışarıda yerleşiklerce döviz bozdurmaksızın satın alınması halinde, satış bedellerinin blokajı şartı kaldırılarak bu bedellerin, yurt dışına transfer edilmemek kaydıyla, Türkiye'de serbestçe kullanılabilmesi esası getirilmiştir.

- ✓ Dışarıda yerleşik kişilere ait blokaj yükümlülüğü tümüyle kaldırılmıştır.

Bu kararla, uluslararası sermayenin ülkeye çekilmesi ve bu sayede yatırım-tasarruf etkinliğini artırmak aynı zamanda mali piyasalara derinlik ve işlevsellik kazandırılması amaçlanmıştır. İktisat literatüründe McKinnon-Shaw tezi olarak bilinen bu Ortodoks yaklaşıma göre, finansal serbestlik tasarruf ve yatırım davranışlarını uyaracak, dolayısıyla kalkınma temposunu hızlandıracaktı. Ancak mali serbestlik deneyiminin Türkiye sonuçları bu beklentiyi gerçekleştirmemiş; tersine, bu süreç sonunda ulusal ekonominin dışa bağımlılığı artmış, reel üretim yapısı dalgalanmaya itilmiştir ve giderek rantiyer tipi davranışlar beslenerek gelir dağılımının bozulması sonucunu doğurmuştur (Yeldan, 2005: 129).

1989-1999 döneminin ikinci önemli gelişmesi ise, Merkez Bankası'nın 1990 yılında ilk defa para programları hazırlanıp kamuoyuna ilan edileceğini ve bu programlar doğrultusunda hareket edileceğini açıklaması olmuştur. İlk para programı olarak kabul edilen 1990 yılı para programında da 1989 yılı para politikasında olduğu gibi, parasal büyüklüklerin değil Merkez Bankası bilanço büyüklülüğünün denetim altına alınması amaçlanmıştır. Bu doğrultuda toplam bilanço büyüklüğü, toplam iç yükümlülükler, toplam iç varlıklar ve Merkez Bankası parası gibi değişkenler için hedefler belirlenmiştir. Bu perspektif içinde 16 Ocak 1990 tarihinde açıklanmış olan para programının 1990 yılı için öngörüleri aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir (Keyder,1996 :131-132):

- ✓ Merkez Bankası'nın bilanço büyüklüğünü 1990 yılında %12-%22'lik bir artışla 55-60 trilyon TL arasında tutmak.
- ✓ Toplam iç yükümlülükleri %15-%25'lik artışla 32,5-35,5 trilyon TL arasında tutmak.
- ✓ Bilançonun aktifinde yer alan iç varlıkları 1990 yılı içinde %6-%16'lık bir artışla 33-36 trilyon TL arasında tutmak.
- ✓ Bilanço toplamı içinde Merkez Bankası Parası'nın yüzdesini zamanla artırmak. Bu çerçevede Merkez Bankası Parası'nı %35-%48 arasında bir artışla 35-27,5 trilyon TL arasında tutmak.

- ✓ Merkez Bankası bilanço yapısını düzeltme hedefi çerçevesinde ağırlığı dış varlık artışına vermek.
- ✓ Değerleme Hesabı imkan verdiği ölçüde öncelikle bankaların kredi ihtiyacını karşılamak. Bankaların ihtiyaçlarından sonra eldeki imkanlar çerçevesinde kamu sektörüne kredi vermek. Kamu kesimine verilecek kredilerde de Hazine'ye ağırlık vermek.
- ✓ Hedeflerin bilanço büyüklüğü tehlikeye girmediği sürece dahilde yerleşiklere olan döviz yükümlülüklerini Merkez Bankası Parası'na dönüştürmek.

1990 yılı para programında belirlenen hedefler genel olarak gerçekleşmiştir. 1989'dan sonra artan enflasyona rağmen sıcak para uygulamaları nedeniyle kurların düşük tutulması TL'nin aşırı değerlenmesine neden olmuştur (Bulut,2002:274). Dış ticaret dengesi yıllar itibariyle kötüleşmiş, artan kamu açıkları ise yükselen iç ve dış borçlanma yoluyla finanse edilmiştir. 1991 yılına gelindiğinde gerek Körfez Krizi, gerekse erken genel seçim kararı nedeniyle TCMB para programı açıklamamıştır. Aynı zamanda erken seçim sebebiyle kamu işçi ücretlerindeki artış kamu kesimi borçlanma gereğini artırarak Merkez Bankası üzerinde baskı oluşturmuş ve iç varlık denetimi zorlaşmıştır.

1992 yılında Merkez Bankası yeni bir parasal program ilan etmiştir. Bu program 1990 yılı para programının devamı niteliği taşımaktadır. 1992 parasal programında bilanço büyüklüğünün artış hızı %37-%47, Merkez Bankası Parası artış hızı %40-%50, toplam iç yükümlülük artış hızı %38-%48, Net İç Varlık artış hızı %27-%39 aralığında olması hedeflenmiştir. Ayrıca uygulama esasları ile ilgili olarak Merkez Bankası, döviz rezervi biriktirme yoluyla para yaratılmasını, Merkez Bankası tarafından Kamuya kredi açıldığı taktirde, bu kredilerin mümkün olduğu kadar Devlet İç Borçlanma Senetleri karşılığında verilmesi gereğini savunmuştur. Böylece, piyasada likidite fazlası olduğu zaman, bu likidite fazlasını emebilmesi için Merkez Bankası'nın kamuya açtığı kredileri menkul kıymetleştirmesi (securitize credits) mümkün kılınmıştır (Keyder,1996:133-134). 1992 para programının temeli hükümetin öngördüğü 32 trilyonluk bütçe açığı hedefine dayandırılarak

hazırlanmıştır. Bu doğrultuda kamunun Merkez Bankası'ndan sağlayacağı kaynağın tutarı da 11 trilyon olarak belirlenmiştir. Fakat Hazine'nin TCMB'den kullanabileceği kaynakları daha yılın ilk aylarında tüketmiş olması, para programının da başarısızlığa uğramasına neden olmuştur. Merkez Bankası yılın ilk ayından sonra bilanço kontrolü yerine, döviz kurlarındaki dalgalanmaları gidermeye çalışmıştır. Banka parasal genişlemenin olumsuz etkilerini gidermek amacıyla bir yandan açık piyasa işlemleriyle piyasadan nakit çekme, öbür yandan da döviz satarak döviz piyasasını kararlı tutma yollarına başvurmuştur. Öte yandan, Hazine, kısa süreli avans hesabının yasal sınırına yaklaştığında iç piyasadan borçlanmaya ağırlık vermekte ve bu durum da faiz oranlarını yükseltici bir etki yapmaktadır(Kepenek ve Yentürk,2005:235).

Kamu açıklarının artık kontrolden çıkması nedeniyle Merkez Bankası, 1993 yılında resmi olarak para programı açıklamamış, finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikalar uygulamayı amaçlamıştır. Fakat 1993 yılı için hedeflenen 52 trilyonluk bütçe açığı hedefi yılın ilk yedi ayı sonunda doldurulmuştur. Kamu açıkları geçmiş yıllarda olduğu gibi yine TCMB üzerinde baskıya neden olmuştur. 1993 yılında 13,4 milyar dolarlık kamu borcu tahkim edilmiştir. Tahkim kararı nedeniyle borçların bir kısmı TCMB üzerinde kalmış ve parasallaşmıştır.

1990 -1994 döneminde uygulanan ekonomi politikaları çerçevesinde Türkiye ekonomisinin genel görünümü, başlıca makroekonomik göstergeler yardımıyla Tablo 3.3'de verilmiştir. 1990-1994 dönemini incelediğimizde iç borç stokundaki ciddi artışlar karşımıza çıkmaktadır. 1991 yılı itibariyle kamu kesimi borçlanma gereği yükselişe geçmiştir. 1990 yılında 29 milyon TL düzeyinde olan kamu kesimi borçlanma gereği, 1993 yılına gelindiğinde 203 milyon TL düzeyine çıkmıştır. Cari işlemler dengesi ve dış ticaret dengesi ise yıllar itibariyle bozulmaya başlamıştır. 1994 yılına gelindiğinde ise yaşanan krizin etkisi, tüm makroekonomik değişkenlerin üzerinde görülmektedir. 1994 yılında enflasyon ve faiz oranları üç haneli rakamlara çıkmıştır.

Tablo 3.3: 1990-1994 Dönemi Temel Makroekonomik Göstergeleri

	1990	1991	1992	1993	1994
Enflasyon(%)*	60.30	66.00	70.10	66.38	106.30
Büyüme(%)	9,4	0,3	6,4	8,1	-6,1
Faiz Oranları**	52.02	72.23	65.33	63.95	133.52
Dış Ticaret Dengesi (Mln ABD $)	-9 448	-7 290	-8 076	-14 081	-4 167
Cari işlemler dengesi/GSMH	-1,7	0,2	-0,6	-3,5	2,0
GSYİH (Milyon TL)	528,4	847,0	1.469,8	2.664,1	5.200,1
İç Borç Stoku(Mln TL)	57,2	97,6	194,2	357,3	799,3
İç Borç Stoku/GSYİH	%11	%12	%13	%13	%15
Dış Borç Stoku (Mln ABD $)	52 377	53 623	58 595	70 512	60 705
KKBG(Bin TL)	29.141	64.111	116.147	203.811	239.574
KKBG/GSMH	7,3	10,1	10,5	10,2	6,2

KAYNAK: TCMB, DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler
* TÜFE, (1987=100)% değişim
**Gerçeklesen Basit Faiz Oranı AGIRLIKLI ORTALAMA (%) (1 Gecelik işlem)

3.3.1. 1994 KRİZİ

1994 krizinin altında birçok neden yatmaktadır ve bu krizi iyi analiz edebilmek için öncelikle 1989-93 dönemi kapsamlı olarak incelenmelidir. Yapısal nedenler incelendiğinde karşımıza bozuk bir mali yapı çıkmaktadır. 1994 krizi, artan kamu finansmanı ihtiyacı ile gerekli düzenlemeler yapılmadan serbestleştirilen finansal piyasaların bileşiminin kaçınılmaz biz sonucudur. 1988 sonrasında düşük reel kur ve ücret politikası yerini değerli kur- yüksek ücret politikasına bırakmıştır. Yüksek ücretler, KİT açıkları, erken genel seçimin yarattığı harcamalar nedeniyle kamu harcamaları kontrol edilemez bir hal almıştır. Kamu finansman şeklinin Merkez

Bankası kaynaklarından iç borçlanmaya çevrilmesi, iç borçlanmanın devamının sağlayabilmek için faiz oranlarının yüksek tutulması bütçeye ek yük getirmiştir.

1989 yılından itibaren serbestleşen sermaye hareketleri ve yüksek faiz politikası nedeniyle ülkeye kısa vadeli sermaye girişi hızlanmıştır. Bu durum Türk Lirasının reel olarak aşırı değer kazanmasına neden olmuştur. Döviz kurlarının enflasyonun altında seyretmesiyle cari açık yüksek boyutlara ulaşırken, faiz-döviz kuru makası da giderek açılmıştır. Aynı zamanda TL'nin reel olarak aşırı değerlenmesi ihracatı olumsuz etkilemiş, ithalatın hızlanmasıyla dış ticaret dengesi bozulmuştur.

1994 krizinin oluşumunda bankacılık kesiminin tutumu da önemli bir rol oynamıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle bankalar, dışarıdan daha düşük maliyetle borçlanıp, ellerindeki kaynakları kredi vermek yerine yüksek faizli DİBS alımında kullanmışlardır. Yurt dışından döviz kredisi alınarak, TL'ye çevrilerek Hazine Bonosu alındıktan sonra vade sonunda anapara ve yüksek faizle değerli kurdan tekrar dolara çevrilip borcun ödenmesine dayalı yüksek kar sağlayan bu mekanizma, bankaların yüksek miktarda açık pozisyon taşımalarına neden olmuştur. Tablo 3.4'den de anlaşılacağı üzere, 1990'lar boyunca iç borçlanma senetlerinin en büyük alıcısı bankalar olmaktadır.

Tablo 3.4: DİBS'in Alıcılara Göre Dağılımı

	Bankalar		**Resmi Kurumlar**		**Özel Sektör**		**Tasarruf Sahipleri**	
	Miktar	**%**	**Miktar**	**%**	**Miktar**	**%**	**Miktar**	**%**
1990	17.963,1	**85,9**	2.699,6	**12,9**	238,4	**1,1**	0,0	**0,0**
1991	42.469,9	**92,8**	1.450,7	**3,2**	1.866,6	**4,1**	0,0	**0,0**
1992	118.340,8	**79,1**	20.928,7	**14,0**	5.942,5	**4,0**	4.476,8	**3,0**
1993	256.917,7	**77,8**	20.021,1	**6,1**	8.884,6	**2,7**	44.209,9	**13,4**
1994	601.452,7	**71,5**	82.544,2	**9,8**	22.446,2	**2,7**	134.956,9	**16,0**
1995	1.359.560,1	**81,6**	147.386,9	**8,8**	59.168,0	**3,6**	99.388,5	**6,0**

KAYNAK: T.C. HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI

Devlet İç Borçlanma Senetlerine dayalı finansal serbestleşmenin mali piyasalarda üç temel etkisinden söz etmek olasıdır: birincisi, kamunun maliye politikası, merkez bankasının parasal politikalarını ikame ederek, kamuya sınırsız bir kredi hacmi sunmuş durumdadır; ikincisi, bu süreç Hazine'ye finansal piyasalarda bir tekel konumu yaratarak kredi havuzunun dağıtımında etkinlik ölçütlerini ve verimlilik beklentilerini geçersiz kılmıştır; üçüncüsü, kamu DİBS'lerinin düzensiz aralıklarla ve büyük boyutlarda piyasaya giriyor olması sonucu, para çarpanı dalgalanmaya ve belirsizliğe itilmiştir (Yeldan, 2005: 132).

1993 yılına gelindiğinde hükümet artan borç yükü nedeniyle faizleri düşürme teşebbüsünde bulunmuştur. Bu kararın devamı olarak da, 1993 yılının ikinci yarısında faizlerin daha da yükselmesini engellemek için bazı hazine ihalelerini iptal etmiş, iç borçlanmayı bırakarak tekrar Merkez Bankası kaynaklarına yönelmiştir. Bunun üzerine Ağustos ve Kasım 1993'te çıkarılan iki kararla Hazine'nin Merkez Bankası'ndan temin edeceği kısa vadeli avans miktarı artırılmıştır. 1993 tarihinden Ocak 1994 tarihine kadar devamlı artan Kısa Vadeli Avans kullanımı, faiz oranlarını yükseltmemek için Hazine'nin yaptığı ihale iptalleri ile birleşince toplam bütçe finansmanı içinde iç borçlanmanın payı giderek düşmüş, 1992 yılında bono kullanımı %2,2 iken 1993 yılında %1,1'e gerilemiştir. Hatta Şubat ayında net iç borç ödeyici durumuna gelinmiştir. Yüksek miktarda Kısa Vadeli Avans kullanıp, aynı zamanda net iç borç ödeyici konuma düşülmesi fazla likiditenin piyasada kalmasına yol açmıştır. Faizleri düşürme politikasına uygun olarak Merkez Bankası da bankalararası para piyasası işlemlerinde faiz oranlarını yükseltmemiştir. Bütün bunların etkisiyle piyasada kalan fazla likidite dış dengenin bozulması, kurun değerli tutulması ve devalüasyon beklentileriyle, 1994 yılının başlarında dövize yönelmiştir. Resmi kurlarla serbest piyasada oluşan kurlar arasındaki marjın % 23'e kadar çıkması üzerine 26 Ocak 1994 tarihinde TL yabancı paralar karşısında yaklaşık % 14 oranında devalüe edilmiştir (Bahçeci,2007:82). Bütün bu gelişmeler sonucunda gerek devalüasyonun etkisiyle faiz-kur makasının giderek daralması, gerekse uluslararası rating kuruluşlarının ülke notunu düşürmesinin etkisiyle ülkeden kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır. Nisan 1994 tarihinde bir önceki aya göre TL'nin yabancı paralar karşısında reel olarak yaklaşık % 14 oranında değer kaybetmesi, reel iç borçlanma

faizlerinin ise çok yüksek düzeylere çıkması krizin ekonomik maliyetini oldukça artırmıştır. İç borçlanma piyasası 3 ay vadeli hazine bonosu kağıtlarına % 50'lere varan süper faiz verilerek ve ancak Mayıs 1994 tarihinden sonra canlandırılabilmiştir. Uluslararası rezervler ciddi boyutlarda azalmış, reel büyüme oranı 1993 yılında % 8,1'den 1994 yılında -% 6,1'e gerilerken, yine 1994 yılında yıllık ortalama Toptan Eşya Fiyat Endeks artışı % 120,7 gibi çok yüksek bir seviyeye çıkmıştır (Bahçeci,2007:83).

1994 krizi üzerine yapılan çalışmalardan ortaya çıkan genel kanıya göre; ekonomiyi krizin eşiğine getiren iki temel neden bulunmaktadır. Bunlardan ilki 1989 yılında yaşanan sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle bankaların, yurtdışından sağladıkları düşük maliyetli kaynakla Hazine'nin finansmanını sağlayarak yarattıkları açık pozisyonlarıdır. İkinci ve en önemli yapısal neden ise gerek artan yüksek ücret zamları, gerekse seçim harcamaları, KİT açıkları gibi birçok nedenle bir türlü kontrol altına alınamayan kamu harcamalarıdır. Hazine'nin artan iç borç yüküne rağmen, kendi harcamalarını düşürmeden faiz oranlarında aşağı yönlü bir baskı oluşturmaya çalışması ve tekrar Merkez Bankası kaynaklarına yönelmesi ise krizin patlak vermesine neden olmuştur.[2]

3.3.2. 1994-1999 DÖNEMİ

Merkez Bankası'nın 1994 yılında uyguladığı para politikası iki dönemde ele alınabilinir. 5 Nisan Kararları öncesinde kullanılan yöntemler kısa vadeli amaçlara yönelik olmuştur. TCMB, bir yandan piyasalardaki olumsuz havayı dağıtmaya çalışmış, diğer yandan Hazine'nin kullandığı kısa vadeli avans miktarındaki artışın piyasalardaki etkisini azaltmayı amaçlamıştır. Bu amaca yönelik olarak da açık piyasa işlemleriyle para arzının kontrolünü sağlamaya çalışırken, döviz satışları yaparak kurlardaki artışları engellemeye çalışmıştır. Krizin etkilerini ortadan kaldırmaya yönelik yapısal çözümler içeren istikrar paketi 5 Nisan 1994 tarihinde açıklanmıştır. Merkez Bankası 5 Nisan Kararları ile birlikte sıkı para politikası uygulamaya başlamış, azalan döviz rezervlerini artırmaya yönelmiştir. Orjinal haliyle paket, KİT satışları veya kapatılması, bir defaya mahsus vergiler ve ek vergiler,

[2] Bakınız: Kepenek ve Yentürk(2005), Yeldan (2005), Kazgan (1999), Boratav (2006)

zamlar, memur maaş zamlarının sınırlandırılması, birkaç ürün haricinde tarımda desteklemenin kaldırılması, kamu harcamaları ve KİT'lere yapılan transferlerde kısıntı, vergi borçlarının kapatılması, yatırımların yavaşlatılması gibi yöntemlerle, bütçe açığını azaltmak ve kısır döngü haline gelen iç borçlardan kurtulmayı hedeflemiştir. Paket, VDMK* ve A tipi fonlar üzerine repo yapılmasını, ayrıca aynı kağıtlar üzerine birden fazla repo yapılmasını yasaklamıştır. Bu amaca yönelik olarak bankalara, yaptıkları repo karşılığı kağıtları, Merkez Bankası'nda depolama zorunluluğu getirilmiştir. Yine Paket'le birlikte Merkez Bankası'nın özerkliği kabul edilmiş, kur belirlenmesi piyasa koşullarına bırakılmış, Hazine'ye kısa vadeli avans limiti genel bütçe ödeneklerindeki artışın %15'inden %12'sine indirilmiş, ileriki yıllarda da oranda tedrici düşüş öngörülmüştür. Mevduata sonsuz güvence verilmiştir (Keyder,1996 :137-138). Enflasyonun düşürülmesi için kurların nominal çıpa olarak kullanılması öngörülmüş ve kur artışı enflasyon artışının altında tutulmaya çalışılmıştır.

1995 yılının son çeyreğine kadar uygulanan para politikası, 5 Nisan kararları itibariyle alınan tedbirleri içermektedir. Bu dönemde Merkez Bankası enflasyon ile mücadelede kurları nominal çıpa olarak kullanmayı sürdürürken, kur politikasının kredibilitesini artırmak için dış varlık artışına önem vermeye devam etmiştir. Öte yandan, dış varlık artışının parasal büyüklüklerde ortaya çıkaracağı baskıyı azaltmak için iç varlık artışına sınırlama getirilmiş ve açık piyasa işlemleri uluslararası rezerv artışının sterilizasyonunda kullanılmıştır. (Kesriyeli,1997:28) 1995 yılı son çeyreğine kadar hedefler gerçekleştirilmiştir. Yılsonunda erken seçimin gündeme gelmesi, ekonomide belirsizlikler yaratmıştır.

1996 ve 1997 yıllarında uygulanan para politikası öncelikle finansal piyasalardaki istikrarın sağlanmasına yönelik olmuştur. Bu doğrultuda bir yandan piyasalarda oluşabilecek hızlı fiyat değişimleri önlenmeye çalışılırken, diğer yandan piyasalarda ortaya çıkan belirsizliğin ortadan kaldırılması için çalışılmıştır. Dönem boyunca

* Varlığa Dayalı Menkul Kıymet: Bankaların tüketici kredileri, konut kredileri, ihracat kredileri; finansman şirketlerinin kendi mevzuatları uyarınca açmış oldukları krediler; finansal kiralamaya yetkili kuruluşların finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar; gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerindeki gayrimenkullerin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacakları karşılığında doğrudan ihraç edecekleri kıymetli evraktır.

döviz kurlarının enflasyon beklentileri paralelinde hareketi ve bankalararası para piyasasındaki faiz oranlarının hareketliliğinin azaltılarak, bu faizlerin referans faiz olarak piyasalarca kabulünün sağlanması, istikrar hedefinin uygulamadaki yansımalarıdır. Yüksek enflasyonun piyasalar üzerinde yarattığı belirsizlikleri mümkün olduğu ölçüde azaltmak, böylelikle ekonomideki belirsizlik ortamından doğabilecek zararların önüne geçmek istikrar hedefinin diğer unsurunu oluşturmuştur. Bu doğrultuda, Merkez Bankası altı aylık dönemler itibariyle piyasalara enflasyon öngörülerini ve para programı uygulamalarının bu öngörüler altında şekillendirileceğini açıklamıştır. Bu konuda, Merkez Bankası'nın ortaya koyduğu gerçekçi yaklaşım, piyasaların enflasyon ile ilgili beklentilerinin oluşmasında ve ekonomide gelecek ile ilgili belirsizliklerin azaltılmasında önemli bir katkı sağlamıştır (Erçel,1998:3).

1996 ve 1997 yılları boyunca rezerv para artışı ise enflasyon artışı ile paralel bir gelişme göstermiştir. Bu dönemde Net iç Varlıklar düşük oranlı bir artış gerçekleşirken, dış varlıklar bu dönemde yükseliş eğiliminde olmuştur. İç varlıklar içindeki en büyük kalem Hazine'ye ait kısa vadeli avans hesabı olmaktadır. TCMB ve Hazine arasında 1997 Temmuz tarihinde imzalanan protokol gereği, Hazine kısa vadeli avans hesabını kullanmaktan vazgeçmiştir. TCMB'nin döviz kuru politikası gereği ani fiyat değişimlerinin önlemesine ve reel kurlarda istikrarın sağlanmasına yönelik olarak, kur artışları ile beklenen enflasyon oranının aynı doğrultuda olduğu gözlenmiştir.

Ağustos ayından itibaren Hazine'nin TCMB'deki kısa vadeli avans hesabını yapılan protokolle kullanamaması, itfalardan daha fazla borçlanmaya başlaması ve Ekim ortasında Güney Doğu Asya ülkelerinde çıkan krizlerle likidite sıkışıklığı yükselmiştir. Bu dönemde likiditeyi rahatlatmak için TCMB 7 günlük repo ihaleleri açmış ve İMKB'de repo işlemleriyle piyasayı fonlamıştır. Ayrıca Eylül ayındaki yoğun yabancı girişleri nedeniyle artan TL likiditesi, Eylül sonu ve Ekim başında İMKB'de ters repo ile çekilmiştir (Önder,2005: 210).

1998 yılında hükümetin enflasyon ile mücadelede kararlı bir tutum içine girmesiyle birlikte TCMB, enflasyonu kontrol altına almayı öncelikli hedefi haline getirmiştir.

Aynı zamanda finansal piyasalardaki istikrar sağlayıcı uygulamaları devam etmiştir. Bu doğrultuda Merkez Bankası iç varlık artışına sınırlama getirirken, dış varlık artışına yönelik olarak para yaratmayı amaçlamıştır. Bunun yanısıra rezerv para artış hızının %18-20 aralığında kalması para programının temel niteliğini oluşturmaktadır. 1998 yılının ilk 6 ayında para programında hedeflenen sonuçlara ulaşılmıştır. 26 Haziran 1998 tarihinde Uluslararası Para Fonu ile "Yakın İzleme Antlaşması" imzalanmıştır. Bu antlaşmayla beraber yılın ikinci yarısı için yeni bir para programı açıklanmıştır. IMF ile imzalanan antlaşmayla birlikte para politikası, yılın ilk yarısında olduğu gibi enflasyonla mücadele çabalarını sürdürmeye yönelik olmuştur. Bu bağlamda, kur politikasının öngörülen enflasyon ile tutarlı bir seyir izlemesi, net iç varlıklarda gerçekleşecek bir büyümenin, TCMB'nin kamu sektörüne kredi açmamasını sağlayacak ölçüde kalması ve bunun dikkatle izlenmesi öngörülmüştür. Net iç varlıklar kalemine ilişkin yılsonu hedefi eksi 1,514.0 trilyon Türk lirası olarak belirlenmiştir. 1997 yılının ortasında Güneydoğu Asya ülkelerinde çıkan mali kriz tüm dünyayı etkilemiştir. Gelişen piyasalardan yabancı sermaye çıkışı ve mali kuruluşların başlayan krizi küreselleştirilmesi sonucu bütün dünyada talep daralması yaşanmıştır. Ertesi yıl Rusya Federasyonu'nda Ağustos ayında başlayan mali kriz ise yabancı yatırımcıların Rusya ile beraber Türkiye'den de çıkmasında neden olmuştur. Faizlerin çok yüksek sevilere çıkması, Rusya ile olana ticaretimizin tamamen durması, ihracat sektörünü dolayısıyla tüm reel sektörü vurmuş, ekonomi 1998 yılının ikinci yarısından itibaren küçülme trendine girmiştir (Eroğlu,2009:30). Rusya Krizi'nin etkisiyle, sermaye çıkışlarının artması ve Hazine'nin dış piyasalardan borçlanma imkanının azalmasıyla iç piyasalara yönelmesi, TL'ye olan talebi arttırmıştır. Bunun sonucunda Net İç Varlık kalemine ilişkin yılsonu hedefi Ekim ayında 700 trilyon TL olarak revize edilmiştir. Dış piyasalarda yaşanan olumsuzlukların etkisiyle reel faizler yükseliş içine girmiştir.

1998 yılı para programında %50 olarak hedeflenen yılsonu TEFE artış oranı %71.70 olarak gerçekleşirken, TÜFE artış oranı ise %84.60 olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk yarısında rezerv para bir önceki yılsonuna göre %33,1 oranında artarak, enflasyon hedefiyle uyumlu olarak gerçekleşmiştir. Fakat yılın ikinci yarısında Rusya Krizi'nin

etkisiyle TL'ye olan talebin artmasıyla rezerv paranın bir önceki yıla göre yılsonu artış değeri %72,3 olmuştur.

Sermaye akımlarının kısıtlanması nedeniyle net sermaye akımı 5,1 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve özellikle portföy yatırımlarından 1998 yılı itibariyle 6,7 milyar dolar miktarında negatif bir gelişme kaydedilmiştir. Krizin etkisiyle ihracat ve ithalatta yaşanan ciddi daralmalar nedeniyle 1998 yılında cari işlemler hesabı fazla vermiştir. 1998-99 kesitinde makroekonomik göstergelerde ciddi bir bozulmanın olduğu saptanmaktadır. Ekonominin hızla soğuduğu ortamda iç borç stoku ve servisi yükselmiş, bütçe/kamu açıkları genişlemiş ve enflasyonist baskı devam etmiştir. Dikkate alınması gereken önemli bir husus da yapısal sorunlardan musdarip olan bankacılık sektöründeki olumsuz gelişmelerdir. Döviz açık pozisyonlarını artırarak DİBS'lerin başlıca müşterisi olan özel ticari bankaların karlarını katladıkları ölçüde adım adım asli faaliyet alanından uzaklaşmaları ve kırılgan finansal yapıya doğru sürüklenmeleri söz konusudur (Sönmez,2003:349)

Bu gelişmeler sonunda ekonomide yaşanan olumsuzluklar nedeniyle, 9 Aralık 1999 tarihinde IMF ile 2000-2002 yıllarını kapsayan 17. stand-by antlaşması imzalanmıştır. "Enflasyonu Düşürme Programı" olarak adlandırılan programın temel hedefleri; anti-enflasyonist program çerçevesinde kamu kesimi açıklarının kontrol altına alınması, daraltıcı maliye politikası, özelleştirme ve deregülasyon politikası gibi yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesi olmuştur.

1997 – 1999 döneminde uluslararası piyasalarda ortaya çıkan üç krizin ardından özellikle Gölcük ve Bolu Depremleri sonrası, 1999 yılı Türk ekonomisi açısından bir dönüm noktası olmuştur. 1999 yılında;

- ✓ Hazine yıllık bileşik reel faizi, % 16'ten % 27'e,
- ✓ Toplam Borç / GSMH oranı % 46.8'den % 54.9'a yükselmiş,
- ✓ Ekonomik (GSMH) Büyüme, % 3.9'dan, - % 6.1'e düşmüştür.

1999 yılında özellikle reel faizlerin ve dolayısıyla borç stokunun aşırı yükselmesinin yanı sıra ekonominin büyük bir daralma sürecine girmesi artık Türkiye'de para

politikası açısından güçlü bir çapaya dayalı bir istikrar programı uygulamasını zorunlu hale getirmiş, para politikası araçlarından ziyade para politikası stratejisi ön plana çıkmıştır (Önder,2005:219).

1995-1999 döneminde uygulanan ekonomi politikaları neticesinde gerçekleşen temel makroekonomik göstergeler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.5: 1995-1999 Dönemi Temel Makroekonomik Göstergeleri

	1995	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**
Enflasyon(%)*	93.60	80.40	85.70	84.60	64.90
Büyüme(%)	8,0	7,1	8,3	3,9	-6,1
Faiz Oranı**	72.25	76.50	70.39	74.51	73.21
Dış Ticaret Dengesi (Milyar $)	-13	-10	-15	-14	-9
Cari işlemler dengesi/GSMH	-1,4	-1,3	-1,4	0,7	-0,4
GSYİH (Milyar TL)	10,4	19,8	38,7	70,2	104,5
İç Borç Stoku (Milyar TL)	1,3	3,1	6,2	11,6	22,9
İç Borç Stoku/GSYİH	%13	%16	%16	%17	%22
Dış Borç Stoku (Milyar $)	75	79	84	96	103
KKBG(Mln TL)	390	1.294	2.258	5.016	12.189
KKBG/GSMH	5,0	8,6	7,7	9,4	15,6

KAYNAK: TCMB, DPT ekonomik ve Sosyal Göstergeler

* TÜFE, (1994=100) % Değişim
**Gerçeklesen Basit Faiz Oranı AGIRLIKLI YILLIK ORTALAMA (%) (1 Gecelik işlem)

Tablo 3.5'i incelediğimizde 1999 depreminin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini net olarak görmekteyiz. 1999 yılında iç borç stoku ve kamu kesimi borçlanma gereği bir önceki yıla göre %100 oranında artmıştır.

3.4. 2000-2010 DÖNEMİ

2000 yılına Türkiye, IMF desteğinde "Enflasyonu Düşürme Programı" ile girmiştir. Uygulanacak olan programın temel amacı %70'lere ulaşan enflasyonu, hiperenflasyon seviyesine ulaşmadan kontrol altına almaya çalışmaktır. Üç yıl sürdürülmesi konusunda görüş birliğine varılan bu antlaşmanın temel amacı (EMP,2000: 1) ;

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

Merkez Bankası dezenflasyon programı çerçevesinde 1$+0,77 Euro'dan oluşan kur sepetinin günlük değerini 12 aylık bir dönem için önceden kamuoyuna açıklamıştır. Bu programda döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanımı söz konusudur. Merkez Bankası, hedeflediği kur politikası doğrultusunda para tabanı değişimini, Net Dış Varlıklar kalemindeki değişiklik ile sınırlandırmıştır. Yani Net İç Varlıklar büyüklüğüne sınırlama getirmiş, bilanço genişlemesini Net Dış Varlık artışına bağlamıştır. Yarı para kurulu benzeri bu politika çerçevesi, sterilizasyon imkanını kaldırmış, ekonomideki likiditenin döviz karşılığı yaratılmasını benimsemiş ve Merkez Bankasının da kısa vadeli faizler üzerindeki etkisini sınırlandırmıştır (TCMB, 2001a:1).

İstikrar programına ilişkin performans kriterleri aşağıdaki tabloda verilmiştir. Merkez Bankası 2000 yılı boyunca net iç varlık hedefini 1200 trilyon TL olarak sınırlamıştır. Net Uluslararası Rezervlerini ise yıllar itibariyle artırma yoluna gitmiştir.

Tablo 3.6: 2000 İstikrar Programı Performans Kriterleri ve Hedefler

	31/12/1999	**31/3/2000**	**30/6/2000**	**30/9/2000**	**31/12/2000**
Net İç Varlıklar (Trilyon TL)	-1,200	-1,200	-1,200	-1,200	-1,200
Net Uluslararası Rezervler (Milyon US$)	12,000	12,000	12,750	12,750	13,500
Kamu Kesimi Birincil Denge* (Trilyon TL)	-	2,150	3,850	5,900	9,100
Toplam Dış Borçlanma (Milyon US$)	8,500	12,200	16,000	20,000	23,000

KAYNAK: Erinç Yeldan, Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim, Büyüme
* Özelleştirme Gelirleri Dahil

Para otoritesinin, para idaresini doğrudan doğruya döviz girişi-çıkışlarına bağımlı kılan bu mekanizmada en önemli unsur, dış piyasalardan sermaye girişlerinin sürdürülebilmesi olacaktır (Yeldan,2005:168). Enflasyonu Düşürme Programı ile 2000 yılının ilk çeyreğinde büyüme açısından olumlu sonuçlar alınmıştır. GSMH ilk çeyrekte %5,6, ikinci çeyrekte %5,8, üçüncü çeyrekte %7,4 oranında büyümüştür. Programın yarattığı olumlu etkiler sonucunda, 1999 yılında ortalama %106'ya ulaşmış olan hazine iç borçlanma yıllık bileşik faiz oranı Ocak 2000'de %37'ye, İnterbank piyasası gecelik faiz oranı ortalaması ise Aralık 1999'da ulaşmış olduğu %66,6'dan %34,1'e düşmüştür. Uygulanan program çerçevesinde Net Uluslararası Rezervlere ilişkin performans kriterleri Kasım 2000'e gelene kadar hedeflendiği doğrultuda gerçekleştirilmiştir. Merkez Bankası bu dönemde para kurulu görevini başarıyla sürdürmüştür.

Elde edilen olumlu göstergelerin yanı sıra istikrar programını enflasyon yönünden incelediğimizde olumsuzluklar karşımıza çıkmaktadır. Faizlerin beklenenin üzerinde bir hızla aşağıya çekilmesi hazinenin borç yükünü hafifletmiş olmasına karşın,

Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadele çerçevesinde uyguladığı politikaları olumsuz etkilemiştir. Faiz oranlarının bu hızlı düşüşü ertelenen tüketim ve yatırım taleplerini uyarmıştır. Bankaların düşük faizli bireysel kredileri artmış, tasarruflar tüketime kaymıştır. Enflasyon oranlarında beklenen düşüşün sağlanamaması iç talep baskısının artması nedeniyledir. Ancak bu haliyle bile önceki yıllarda %100'lü düzeylerde olan enflasyon oranı, Kasım ayı itibariyle %40'ın altına inerek son 14 yılın en düşük seviyesine inmiştir.

Enflasyonun kur artışının üzerinde olması, hem fiyat hem de gelir etkisi yaratmıştır. Faizlerin düşük olması ve döviz kurunun sabit tutulması nedeniyle yaratılan iç talep ithalata yönelmiştir. İthalat hacmi yükselirken, ihracat uyarılamamış, bu sebeple dış ticaret açığı ve cari açık bir türlü kontrol altına alınamamıştır.

3.4.1. KASIM 2000 KRİZİ

2000 yılı "Enflasyonu Düşürme Programı" ile belirlenen para politikası, Merkez Bankası tarafından yılın ilk on ayında başarı ile uygulanmıştır. Gerek döviz kuru sepeti gerekse Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervler belirlenen performans kriteriyle uyumlu olarak gerçekleşmiştir. Ancak hedeflenen düzeye çekilemeyen enflasyon oranı, kontrol altına alınamayan cari açık ve yapısal reformların uygulanmasında oluşan gecikmeler gibi sebepler dolayısıyla piyasaların programa olan güveni azalmaya başlamıştır. Uluslararası piyasalarda yaşanan olumsuzluklarla beraber yabancı yatırımcıların gelişmekte olan piyasalara bakış açısı değişmiştir. Yapısal reformlardaki gecikme ve ek mali önlemlerin alınması konusundaki isteksizlik, IMF tarafından Ekim ayında serbest bırakılması gereken 3. kredi diliminin ertelenmesine yol açarak uluslararası piyasalarda beklentileri olumsuz etkilemiştir (TCMB,2001a:1). Ortaya çıkan olumsuz hava içerisinde, yılsonuna da yaklaşılması sebebiyle bankalar yüksek boyutlara ulaşan açık pozisyonlarını yavaş yavaş kapatmaya başlamışlardır. Bu durum dövize talebi arttırmış, likidite sıkıntısı yaşanmasıyla birlikte faizler yükselme eğilimi içine girmiştir.

Faizlerde yaşanan bu yukarı yönlü hareket yüksek miktarda hazine kağıdı taşıyan bankaların sıkıntıya girmesine neden olmuştur. Bankacılık sistemi ile ilgili düzenlemelerin hızlanacağı söylentilerinin yayılması ile piyasadaki panik daha da

artmış, bankalar açık pozisyonlarını kapatma yarışı içine girmişlerdir. Bu durumda döviz alabilmek için likidite talebinin artması, faizleri çok daha yukarılara çekmiştir. Ellerinde yüksek oranlı hazine kağıdı bulunan bankaların Bankalararası Para Piyasası'nda borç bulma imkanları zorlaşmaya başlamıştır. Yükselen faizlerle ellerindeki kağıtların değerinin düşeceğini ve ileride bu kağıtları satamayacaklarını düşünen yabancı yatırımcılar piyasalardan çekilmeye başlamıştır. Merkez bankasının böyle bir ortamda Net İç varlık hedefine kilitlenip, piyasadaki likidite sıkıntısını gidermekte geç kalması faizlerin %1000'li seviyelere çıkmasına neden olmuştur.

Merkez Bankası 22 Kasım-5 Aralık döneminde 6,8 milyar ABD doları tutarında net döviz satışı yapmıştır. Para piyasalarında yaşanan olumsuzluk nedeniyle İMKB %50'ye yakın değer yitirmiştir. Türkiye yeni taahhütlerin altına girerek stand-by'a ek olarak IMF ile yeni bir düzenleme içine girmiş, Ek Rezerv Kolaylığı altında IMF'den 7,5 milyar dolar sağlamıştır.

3.4.2. ŞUBAT 2001 KRİZİ

Kasım 2000 krizinin ardından gerek Merkez Bankası'nın geç de olsa piyasalara likidite sağlaması, gerekse IMF'den sağlanan ek rezerv kolaylığı piyasaları ancak bir ölçüde rahatlatmıştır. Fakat aksaklıkları olduğu düşünülen bir programa devam edilmesi ve herhangi bir önlem alınmaması piyasalardaki güvensizlik havasının devam etmesine yol açmıştır. 19 Şubat 2001 tarihinde Hazine ihalesi öncesinde yaşanan siyasi gelişmelerin ardından mali piyasalarda çok yüksek miktarlı döviz talebi ortaya çıkmış, fakat Merkez Bankası likiditeyi kısarak döviz talebinin gerçekleşmesini önlemeye çalışmıştır. Ancak bu durum, aşırı günlük likidite ihtiyacı içinde olan kamu bankaları nedeniyle, ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuş ve mevcut koşullar içerisinde kur politikasının sürdürülmesinin imkansız hale geldiği 22 Şubat tarihinde dalgalı kur rejimine geçilmiştir (TCMB,2001b:14)

Merkez Bankası'nın 16 Şubat 2001 tarihinde 28 milyar dolar olan rezervi, 23 Şubat 2001 itibariyle 22,6 milyar dolara gerilemiştir. Bankalararası Para Piyasası gecelik faiz oranları %50'lerden % 6000'lere yükselmiştir. IMKB borsa endeksi %20 oranında değer kaybetmiştir.

22 Şubat sonrası dönemde para politikası uygulamasının sınırlarını belirleyen en önemli gelişme kamu bankalarının ve TMSF bünyesindeki bankaların özellikle

gecelik faiz piyasalarında oluşturdukları baskının ortadan kaldırılması operasyonu olmuştur. Hazine ile eşgüdümlü olarak yürütülen bu operasyon sonucunda piyasada ortaya çıkan çok büyük miktardaki likidite fazlası ise Merkez Bankası tarafından İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Repo-Ters Repo Pazarı'nda Açık Piyasa İşlemleri aracılığıyla gerçekleştirilen ters repo işlemleri, Bankalararası Para Piyasası'ndaki alım yönlü işlemler ve döviz satım işlemleri yoluyla çekilmeye başlanmıştır.

Tablo 3.7: Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri

Kasım Krizi	Brüt Döviz Rezervi (Milyon $)	Şubat Krizi	Brüt Döviz Rezervi (Milyon $)
06.10.2000	24,530	05.01.2001	25,097
27.10.2000	23,249	12.01.2001	26,593
24.11.2000	21,583	16.02.2001	27,943
01.12.2000	18,942	23.02.2001	22,581
08.12.2000	19,624	02.03.2001	21,521
15.12.200	19,823	11.05.2001	17,810

KAYNAK: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

Bu doğrultuda, söz konusu operasyon açık piyasa işlemlerinin ve Bankalararası Para Piyasası'nda Merkez Bankası'nın taraf olduğu işlemlerin uygulanmakta olan para politikası içerisinde rolünü büyük ölçüde belirleyen bir nitelik kazanmıştır (TCMB,2001b:16)

3.4.3. KASIM 2000 VE ŞUBAT 2001 KRİZLERİNİN GENEL DEĞERLENDİRMESİ

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizi süresince yaşananlar önceki bölümde kapsamlı olarak açıklanmıştır. Enflasyonu düşürme programı çerçevesinde belirlenen performans kriterlerine çoğunlukla uyulmuş olmasına rağmen bu denli şiddetli iki

krizin ardı ardına yaşanması, programa yönelik eleştirilerin doğmasına neden olmuştur.

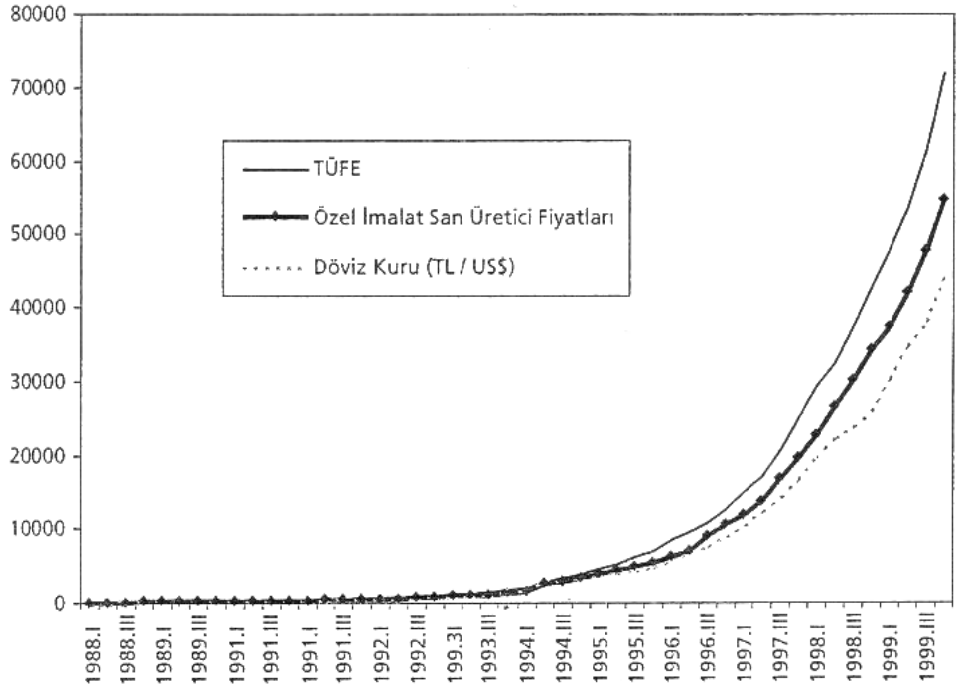
Bu tarz bir modelin yürütülebilmesinin asgari koşulları: kamu kesimi açıklarının büyük oranlarda azaltılabilmesi; yurt-içi piyasaların ve kamunun Merkez Bankası'ndan kredi ihtiyacının asgaride tutulması; bankaların likit olması, dolayısıyla gerektiğinde TL'ye çevrilebilecekleri yeterli miktarda döviz varlığına sahip olmalarıdır. Nitekim, Kasım sonunda patlak veren kriz, temelinde bankacılık kesiminde yaşanan likidite sorununun bir parçası olmaktadır.

Burada tartışılması gereken konu, bankacılık kesiminin neden bu kadar likidite sıkıntısı içine düştüğüdür. Türkiye ekonomisinde bankacılık sektörünün yapısı incelendiğinde bankaların hem fonlama riskinin, hem de likidite riskinin yüksek olduğu görülmektedir. Haziran 2000'den itibaren bankacılık kesiminin açık pozisyonları yükselmeye başlamıştır. Eylül 1999'da bankaların açık pozisyonlarının sermayesinin %20'si oranında olması gerekirken, Eylül 2000'de bu oran %205 düzeyine çıkmıştır. Peki, bu konuda bir kanun olmasına rağmen bankaların açık pozisyonları nasıl bu kadar yükselebilmiştir? Bankalar, döviz borçlarının riskini döviz forward kontratlarıyla karşıladıklarını söyleyip bu kontratları da bilanço dışı nazım hesaplarda rapor etmektedirler. Ancak bilinmektedir ki ve anlaşılmıştır ki, bu forward kontratlar yerli ve/veya holding firmalarıyla yapılmakta ve gerçekte döviz borçlarının ancak çok küçük bir bölümünü karşılamaktadır. Haliyle, bankaların önemli döviz riski taşıdıkları özellikle dış borç veren yabancı kuruluşlar tarafından bilinmekteydi (Uygur,2001:16). Bu sebeple bankalar belirsizliğin yaşanması durumumda yüksek miktarlara ulaşan açık pozisyonlarını kapatma yarışı içine girmişlerdir.

Bankaların likidite taleplerini artırmalarının diğer bir nedeni de ellerinde bulundurdukları devlet iç borçlanma senetleridir. Bankaların yeterli düzeyde likiditeye sahip olmamaları nedeniyle, bu senetleri alırken yurtdışından sağladıkları kredileri kullanmaktaydılar. Yaşanan krizle birlikte piyasa faiz oranlarında artış piyasanın geleceği ile ilgili beklentilerin net olmayışı nedeniyle yabancı bankaların, verdikleri kredileri geri istemeleri ulusal bankaların borçlarını ödeyebilmek için para taleplerini artırmıştır (Tunç,2001: 23).

Yaşan ikiz krizin temelinde yatan diğer neden ise cari işlemler açığının yüksek boyutlara ulaşmış olmasıdır. Döviz kuru çıpasına dayalı enflasyonu düşürme politikalarının ulusal ekonomileri fiyat istikrarı ile finansal kriz olasılıkları arasında bıçak sırtında seyreden bir patikaya mahkum ettiği iktisat yazınında ayrıntılı olarak incelenmiştir(Yeldan,2005:187). Döviz kurunun çıpa olarak kabul edildiği istikrar programlarının neredeyse hepsinde yüksek tüketim ve ithalat artışı yaşanmıştır. Bu durum dolaylı olarak dış dengeyi bozmakta ve cari açığa yol açmaktadır. Nitekim Türkiye'de de aynı süreç yaşanmıştır. 1999 sonundaki döviz kuru reel olarak dengede değildir.

Şekil 3.1: Türk Ekonomisinde Fiyat Enflasyonu ve Döviz Kurunun Gelişimi (1988.I-1999.IV)



KAYNAK: Erinç Yeldan, Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim, Büyüme

Burada döviz kurunun oldukça geniş bir zaman dilimi içerisindeki davranışına bakmak yararlı olacaktır. Bu anlamda kur hareketlerinin 1989 konvertibilite kararı ile kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi öncesindeki konumundan başlayarak, yurt-içi fiyatlar ile karşılaştırılması anlamlı olabilir. Şekil 3.1'de bu durum görülebilmektedir. Yeldan (2005)'a göre programın başında döviz kuru, yurtiçi fiyat

endeksleri karşısında önemli oranda aşırı değerli konumdadır. Program, sepet üzerine bir nominal aşınma takvimi getirmeden önce bir düzeltici devalüasyon ile uygulanmaya konulmalıdır.

Sonuç olarak enflasyonun da kur artışının üzerinde olması hem fiyat hem de gelir etkisi yaratmıştır. Faizlerin düşük olması ile uyarılan iç talep ithalata yönelmiştir. Bunun sonucunda dış ticaret dengesi bozulmuş, cari açık yüksek boyutlara ulaşmıştır.

1994 sonundaki Meksika krizinden sonra Dornbusch (1997) şöyle demiştir: "Döviz kuruna dayalı istikrar programı üç aşamadan geçer. Birinci aşama yararlıdır; döviz kurundaki istikrar, ekonomide de genel bir istikrar sağlar. İkinci aşamada paranın reel olarak değer kazandığı bellidir, giderek daha çok farkına varılır, fakat bu konuda bir şey yapmak uygun görülmez. Üçüncü ve son aşamada artık bir şey yapmak için çok geçtir. Paranın reel değer kazanması (ve diğer koşullar) yüksek oranlı bir devalüasyonu gerekli kılar. Ancak politika buna izin vermeyecektir. Koşullar inkar edilerek bir süre daha geçer ve sonra kötü haberler birikir ve döviz krizi başlar." (Uygur,2001:23).

Şubat 2001' de yaşanan krizin ardından, Nisan ayında "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" kamuoyuna açıklanmıştır. Program çerçevesinde, Mali Sektörün Yeniden Yapılandırılması, Devlette Şeffaflığın Artırılması ve Kamu Finansmanının Güçlendirilmesi, Ekonomide Rekabetin ve Etkinliğin Artırılması ve Sosyal Dayanışmanın Güçlendirilmesi için 15 adet yasal düzenlemenin yapılması öngörülmüştür. Bu yasal düzenlemeler, Bankalar Kanunu Değişikliği, Merkez Bankası Yasası, Fonların Kapatılması ile ilgili düzenleme, Kamulaştırma Yasası, Borçlanma Yasası, Kamu İhale Yasası, Telekom-Şeker-Tütün-Doğalgaz Yasaları ile Ekonomik ve Sosyal Konsey Yasalarını kapsamaktadır. Bu konularda, hazırlık çalışmalarının tamamlanması ve önemli bir bölümünün yasalaştırılması ile birlikte 3 Mayıs 2001 tarihinde IMF ile yeni bir niyet mektubu imzalanmış ve kamuoyuna açıklanmıştır (TCMB,2001a:3).

Sabit döviz kuru rejiminin terk edilmesi ile birlikte, para politikası stratejisi yeniden düzenlenmiştir. TCMB "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" ile uyumlu para politikası stratejisini 15 Mayıs 2001 tarihinde kamuoyuna açıklamıştır. Döviz kurunun arz talep koşullarına bırakılması ile Türk Lirasının değer kaybetmesinin

enflasyon üzerinde yaratacağı olumsuz etkileri önlemek amacıyla para politikasının aktif olarak kullanılması benimsenmiştir. Parasallaşmaya gidilmeyeceğinin bir göstergesi ve devalüasyonun enflasyonist etkilerinin sınırlandırılacağının işareti olarak, 2001 yılında para tabanının öngörülen enflasyon ve büyüme oranı çerçevesinde artırılması ve kısa vadeli faizlerin enflasyonist baskıları gidermek için aktif olarak kullanılması benimsenmiştir. Merkez Bankası'nın araç bağımsızlığına kavuşması ve önkoşulların oluşması ile birlikte, enflasyon hedeflemesine yönelik para politikası uygulamasına başlanacağı da kamuoyuna duyurulmuştur (TCMB,2001a:4). Enflasyon hedeflemesinin önkoşulları sağlanana kadar nominal çıpa olarak Merkez Bankası Para Tabanı'nın hedeflenmesi öngörülmüştür.

Tablo 3.8: Para Tabanı ve Net İç Varlıklar Büyüklüklerindeki Gelişmeler (Trilyon TL)

	Para tabanı Üst Limit			**Net İç Varlıklar Üst Limit**		
	Hedef(1)	**Hedef(2)**	**Gerçekleşme**	**Hedef(1)**	**Hedef (2)**	**Gerçekleşme**
30 Nisan 2001	-	-	5,850	-	-	6.739
31 Mayıs 2001	5.900		5.815	9.750		7.942
30 Haziran 2001	6.050		6.247	13.250		12.943
31 Ağustos 2001	6.300	7.175(G)	6.748	15.850	17.250(P)	16.437
31 Ekim 2001	6.800	7.550(G)	7.140	19.500	21.150(P)	17.933
31 Aralık 2001	7.300	7.750(G)		21.000	22.400(G)	-

KAYNAK: TCMB

(1) Mayıs 2001 tarihli Niyet Mektubu

(2) Temmuz 2002 tarihli Niyet Mektubu

(P) Performans Kriteri (G) Gösterge Değer

2001 yılında modern merkez bankacılığı açısından çok önemli adımlar atılmıştır. Nisan ayında kabul edilen yeni Merkez Bankası Kanunu ile Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarı olarak belirlenmiştir. 25.04.2001 tarihli, 4651 sayılı kanun ile değiştirilen şekli aşağıdaki biçimdedir (TCMB,1970:1) :

"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. Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla

Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler... Banka, bu Kanunla ve mevzuatla kendisine verilen yetki ve görevlerle ilgili olarak düzenlemeler yapmaya ve bunları uygulamaya, bu düzenlemelere tabi kurum ve kurulular nezdinde bunlara uygun hareket edilip edilmediğini ve kendisine gönderilen bilgilerin doğru olup olmadığını denetlemeye görevli ve yetkilidir. Banka, bu Kanun ile kendisine verilen görev ve yetkileri, kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır"

Ayrıca yeni kanunla birlikte, Hazine ile Merkez Bankası arasındaki kredi ilişkileri tamamen kaldırılmıştır. Yine 4651 sayılı kanunun 52. Maddesine göre (TCMB,1970:11) ;

" Banka, para politikasının hedefleri çerçevesinde, para arzının ve ekonominin likiditesinin etkin bir şekilde düzenlenmesi amacıyla, Türk lirası karşılığında menkul kıymet kesin alım satımı, geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri, menkul kıymetlerin ödünç alınıp verilmesi, Türk lirası depo alınması ve verilmesi gibi açık piyasa işlemlerini yapabilir ve bu işlemlere aracılık edebilir. Bankaca başvurulacak açık piyasa işlemleri ile bu işlemlerle ilgili usul ve esaslar, açık piyasa işlemlerine konu olacak yüksek likiditeye sahip ve az riskli araçlar Bankaca belirlenir. Banka, açık piyasa işlemleri çerçevesinde kendi nam ve hesabına vadesi 91 günü aşmayan, ikincil piyasada alınıp satılabilen likidite senetleri ihraç edebilir. Ancak, likidite senetlerinin devamlı bir alternatif yatırım aracı olma niteliği kazanmasının engellenmesi, ihraçlarının sadece açık piyasa işlemlerinin etkinliğinin artırılması amacıyla sınırlı tutulması hususları göz önünde bulundurulur. Bankanın geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri ile Türk lirası depo işlemlerinin anlaşma süresi 91 günü aşamaz, sürenin başlangıcı işlemlerin valör tarihidir. Banka, bu madde kapsamına giren işlemlerle ilgili kurum ve kuruluşları; bankalar ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre belirlenen aracı kurumlar arasından işlemin özelliğini göz önünde bulundurarak tespit etmeye yetkilidir. Açık piyasa işlemleri, yalnızca para politikası amaçları için yürütülür ve Hazineye, kamu kurum ve kuruluşları ile diğer kurum ve kuruluşlara kredi amacıyla yapılamaz. "

Döviz kuru politikasına yönelik olarak Merkez Bankası, döviz kurunun serbest piyasa koşullarına göre oluşacağını, fakat ani ve geçici dalgalanmaların olduğu durumlarda piyasaya müdahalede bulunacağını açıklamıştır. 17 Mayıs- 11 Temmuz

2001 tarihleri arasında gerekli görüldüğünde miktar açıklanmadan yapılan satım ihaleleri, 11 Temmuz'dan itibaren aylık olarak önceden açıklanmaya başlanmıştır. 2001 yılı içerisinde gerçekleşen döviz ihalelerinde toplam 6,5 milyar $ tutarında satış, 47 milyar $ tutarında alış yapılmıştır.

Yaşanan kriz nedeniyle piyasadaki güvensizliğin devam etmesi döviz tevdiat hesaplarının yüksek boyutlara ulaşmasına neden olmuştur. 2001 yılında ilk defa döviz tevdiat hesapları, Türk Lirası cinsinden toplam mevduatların üzerinde çıkmıştır. Para ikamesini azaltmak ve Türk lirası cinsinden mevduatları özendirmek amacıyla, Türk lirası mevduat zorunlu karşılıklarına faiz verilmeye başlanmıştır. Türk lirası cinsinden toplam mevduatlar, ancak 2003 yılına gelindiğinde döviz tevdiat hesapları üzerine çıkabilmiştir.

Tablo 3.9: Mevduat Gelişmeleri

	1999	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**
DÖVİZ TEVDİAT HESAPLARI	18.420	25.341	60.397	74.694	71.436
TÜRK LİRASI	21.693	30.660	44.517	58.003	78.626
TOPLAM MEVDUAT	40.114	56.002	104.915	132.697	150.063

KAYNAK: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2006, Milyon TL

TCMB, enflasyon üzerinde baskının olmadığı gerekçesiyle Ağustos ayında faiz indirime gitmiştir. Genel fiyat değişimlerine bakarsak; yaşanan krizle birlikte daralan iç talep, TEFE 'nin TÜFE üstünde gerçekleşmesine neden olmuştur.

Tablo 3.10: Enflasyon Göstergeleri

	1.Çeyrek		**2.Çeyrek**		**3.Çeyrek**		**4.Çeyrek**	
	2000	**2001**	**2000**	**2001**	**2000**	**2001**	**2000**	**2001**
TEFE	16,1	9,9	7,1	29,2	3,2	11,7	7,0	16,5
TEFE(Özel)	15,3	10,3	7,7	25,2	2,8	9,9	7,9	18,0
TEFE(Kamu)	18,5	8,6	5,4	40,6	4,1	16,2	4,6	12,8
TÜFE	14,2	8,9	7,3	20,6	6,0	10,2	9,4	15,6

KAYNAK: TCMB

3.4.4. 2002- 2004 GÜÇLÜ EKONOMİYE GEÇİŞ PROGRAMI

2001 yılı Şubat ayında yaşanan krizin ardından yürürlüğe konulan ve 2002 yılı başında 2002-2004 dönemini kapsayacak şekilde revize edilen "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" ile para ve kur politikasına yeni bir çerçeve çizilmiştir. Buna göre, gelecek dönem enflasyonuna odaklanan ve "örtük enflasyon hedeflemesi" olarak nitelendirilen bir politika izlenmeye başlanmıştır. Bu politika uyarınca, 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 (TCMB,2003b:75).

2002 yılında hedeflenen ve gerçekleşen performans kriterleri, gösterge değerleri aşağıda tabloda verilmiştir.

Tablo 3.11: 2002 Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	Para Tabanı Üst Limit (Trilyon TL)		**Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL)**		**Net Uluslararası Rezerv Seviyesi (Milyon $)**	
	Hedef(1)	**Gerçekleşme**	**Hedef(1)**	**Gerçekleşme**	**Hedef(1)**	**Gerçekleşme**
28 Şubat 2002(2)	8.250(P)	7.823	26.100(G)	24.318	-6.500(P)	-4.907
30 Nisan 2002	8.900(P)	8.680	27.700(G)	25.197	-7.200(P)	-4.926
30 Haziran 2002	9.089(P)(3)	9.009	28.739(G)	26.374	-7.800(P)	-5.755
30 Eylül 2002	10.600(P)	10.104	31.139(G)	28.551	-8.500(P)	-5.889
31 Aralık 2002	10.850(P)	10.720	33.139(G)	28.603	-9.700(P)	-4.614

KAYNAK: TCMB

1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin her biri ile sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır. (2) 28 Şubat 2002 tarihli performans kriteri, bayram tatilinin nakit talebi üzerindeki geçici etkisini hesaba katmak amacıyla, 11-12 Şubat ve 11-12 Mart 2002 tarihlerinin dört iş günü ortalaması üzerinden hesaplanmıştır. (3) Pamukbank, TMSF'ye devredilmesi nedeniyle TCMB nezdinde tesis etmesi gereken 161 trilyon Türk liralık zorunlu karşılık yükümlülüğünden muaf tutulmuştur. Bu nedenle, Para Tabanı için 18 Ocak 2002 tarihli Niyet Mektubu'nda Haziran sonu için belirlenen 9.250 trilyon Türk lirası üst sınır, 9.089 Türk lirası olarak; Net İç Varlıklar için Haziran sonu için belirlenen 28.900 trilyon Türk liralık üst sınır 28.739 trilyon Türk lirası olarak düzeltilmiştir. (P): Performans kriteri, (G): Gösterge değer.

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilebilmesi için bazı ön koşullar bulunmaktadır. Ayrıca enflasyon oranının çok yüksek ve oynak olması gelecekteki enflasyonun

doğru tahmin edilmesini zorlaştırdığından, öncelikle enflasyonun belirli bir seviyeye indirilmesi amaçlanmıştır. Bu nedenle TCMB, enflasyon hedeflemesinin önkoşulları sağlanana kadar, 2002–2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi uygulamıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi rejimine yakınsama stratejisidir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin kurumsallaşma, teknik kapasite, şeffaflık, hesap verilebilirlik gibi unsurlarına kademeli olarak yaklaşılma sürecidir. Enflasyon hedefleme rejimine geçiş için önkoşullar sağlanırken, TCMB'nin enflasyon hedeflemesi rejimi için deneyim kazanmasını sağlamıştır. Türkiye'de 2001 yılına kadar, geleneksel olarak geçmiş dönemlerde parasal büyüklüklerin ya da döviz kurunun hedeflenmesi gibi stratejilerin uygulanmış olması nedeniyle, kurumsal ve teknik alt yapı da bu dönemlerde uygulanan politikaların gereklerine göre tasarlanmıştır. Dolayısıyla, zaman içinde kurumsal ve teknik alt yapının enflasyon hedeflemesi rejiminin gereklerine göre uyarlanması söz konusu olmuştur. Ayrıca, kriz sonrasında ekonominin genelinde ciddi bir yapısal dönüşüm yaşanması, enflasyon dinamikleri ve aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikleri artırmıştır. Bu durum, Merkez Bankası'nın enflasyon tahmini üretme kapasitesini önemli ölçüde sınırlayarak para politikası uygulamalarını zorlaştırmıştır (Kara ve Orak,2008:38). Merkez Bankası bu dönemde geçmiş dönem enflasyonuna dayalı bir para stratejisi değil, gelecek dönem enflasyonuna odaklı bir para politikası uygulamıştır. Bu durumun gereği olarak gelecek dönemler için enflasyon hedefleri belirlemiş, hedeflenen enflasyonu gerçekleştirmek için de kısa vadeli faiz oranları politika aracı olarak kullanılmıştır.

Tablo 3.12: Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları

	Hedeflenen Enflasyon Oranı	**Gerçekleşen Enflasyon Oranı**
2002	35	29,70
2003	20	18,40
2004	12	8,58
2005	8	7,72

KAYNAK: TCMB

2002 yılında gerek uygulanan ekonomi programı gerekse tek partili hükümetin piyasalara verdiği güvenle beklentiler olumlu yönde gelişmiş ve hazine iç borç faiz oranı 20 puan düşmüştür. Merkez Bankası Ocak-Nisan döneminde gecelik faiz oranlarını %59'dan %45'e, borç verme faiz oranını ise %62'den %55'e düşürmüştür.

Dalgalı döviz kuru rejimi çerçevesi gereği, kurlarda aşırı oynaklık olduğu durumlarda döviz piyasasına müdahalede bulunacağını ve azalan döviz rezervlerini arttırmak için şeffaf döviz alım ihaleleri yapacağını açıklayan TCMB, piyasalardaki güven ortamının artması nedeniyle yaşanan ters para ikamesi sonucu ortaya çıkan döviz fazlası döviz alım ihaleleri ile piyasadan çekmiştir. Yapılan bu ihaleler döviz piyasasına müdahale niteliğinde olmamış, döviz rezervlerini artırmaya yönelik olmuştur.

Kamu borçlanmasında istikrar sağlanması ve ikincil DİBS piyasasının derinleştirilmesi amacıyla Piyasa Yapıcılığı Sistemi Eylül 2002'den itibaren tekrar yürürlüğe konulmuştur. Merkez Bankası, finansal istikrarı artırabilmek için piyasa yapıcısı bankalara ek likidite olanağı tanımıştır. Yapılan düzenlemelerle, piyasa yapıcısı bankalar 22 Temmuz 2002 tarihinden sonra Hazine Müsteşarlığı ihraçlarından alacakları ve itfa edilmemiş Türk lirası cinsi kıymetlerin yüzde 10'u kadar likiditeyi Merkez Bankası'ndan repo işlemleri yoluyla sağlayabilme olanağına sahip olmuşlardır. Aynı zamanda, bu uygulama çerçevesinde söz konusu bankalar repo yapabilecekleri miktarın yarısı tutarında Merkez Bankası'na doğrudan satış da yapabilme imkanına kavuşmuşlardır. Bir günde gerçekleştirilebilecek toplam DİBS alım miktarı piyasa yapıcısı bankalara tanınan ve yüzde 10'luk toplam likidite imkanının yarısı olan toplam DİBS satış imkanının en fazla yüzde 20'si ile sınırlandırılmıştır. Merkez Bankası, piyasa yapıcısı bankalara sağlanan repo imkanının faiz oranının kendi borç verme ve borç alma faizlerinin ortalamasından yüksek olmamasına dikkat edeceğini ilan etmiştir. Söz konusu faizler 2 Eylül 2002 tarihinde yüzde 49 olarak belirlenmiş, 11 Kasım tarihli faiz indirimiyle de yüzde 47 olarak belirlenmiştir. 2002 yılında piyasadaki mevcut fazla likidite koşullarında, piyasa yapıcısı bankalar bu ek likidite olanağını kullanmamışlardır (TCMB,2002:96).

2003 yılında da " Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" uygulanmaya devam edilmiştir. Merkez Bankası enflasyonu kontrol altına almak için önceki dönemde olduğu gibi kısa vadeli faizleri temel politika aracı olarak kullanmıştır. Nisan

ayından Ekim ayına kadar geçen süreçte 6 kez faiz indirime gidilmiş, %44 olan gecelik faiz %26 düzeyine çekilmiştir. IMF ile imzalanan stand-by antlaşmasıyla birlikte belirlenen performans kriterleri ve gösterge niteliğindeki hedeflere 2003 yılında da ulaşılmıştır.

Tablo 3.13: 2003 Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	Para Tabanı Üst Limit (Trilyon TL)		**Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL)**		**Net Uluslararası Rezerv Seviyesi (milyon $)**	
	Hedef(1)	**Gerçekleşen**	**Hedef(1)**	**Gerçekleşen**	**Hedef(2)**	**Gerçekleşen**
30 Nisan 2003	12.800(P)	11.883	32.800(G)	30.951	-6.500(P)	-5.996
30 Haziran 2003	13.200(P)	13.039	34.100(G)	29.395	-7.000(P)	-3.865
30 Eylül 2003	14.100(P)	13.877	33.800(G)	22.968	-6.000(P)	1.504
31 Aralık 2003	14.900(P)	14.657	28.400(G)	25.997	-2.000(P)	-536

Kaynak: TCMB.
(1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin her biri ile sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır.
(2) Alt sınır.
(P): Performans Kriteri, (G): Gösterge değer.

Aşırı oynaklığın olduğu durumlarda döviz piyasasına müdahalede bulunacağını belirten Merkez Bankası, 6 Mayıstan itibaren döviz ihalelerine başlamıştır. Bu müdahale, 23 Ekime kadar devam etmiştir. Merkez Bankası döviz piyasasının serbestleşmesiyle, para ikamesinin tersine dönmesini de amaçlamıştır. Serbest piyasa ile döviz kurunun istikrara ulaşması, TL'nin değer kazanarak parasal fonksiyonlarını yerine getirmesiyle para ikamesi sorunu çözülmeye çalışılmıştır.

Uygulanan sıkı maliye politikası gereği faiz dışı fazlanın yaratılmaya çalışılması sonucu olarak kamu sektörü yatırım ve tüketim harcamaları düşük seviyelerde kalmıştır. Faiz dışı fazla hedefine yoğunlaşan maliye politikası hem reel faizlerin düşmesine hem de döviz kurunun istikrar kazanmasına yardımcı olmuştur. Mali disiplinin sağlanması ve yapısal reformların gerçekleştirilmesiyle talep baskısı düşürülmüş, enflasyon oranı aşağılara çekilmiştir. Enflasyonun düşüşünde rol oynayan faktörlerin başında düşük reel ücretler ve yükselen işsizlik oranları

gelmektedir. Reel ücretlerin gerilemesi ve üretimde verimliliğin artması maliyetleri azaltmıştır. Buna ek olarak 2001 yılında %8.3 olan işsizlik oranının 2003 yılında %10.3'e çıkması iç talep baskısının azalmasına neden olmuştur. 2003 yılı için %20 olarak hedeflenen enflasyon oranı %18 düzeylerinde gerçekleşmiştir.

Enflasyonist baskının azalmasına neden olan faktörleri özetlersek (TCMB, 2003a:5);

- ✓ Parasal ve mali disiplinin sağladığı güven ortamı ve enflasyon bekleyişlerindeki iyileşme,
- ✓ Başta Türk lirasının güçlenmesi olmak üzere maliyet koşullarındaki iyileşme,
- ✓ Gıda ve tarım grubu fiyatlarının olumlu seyri,
- ✓ Kamu kesimi fiyatlama politikası,
- ✓ Olumlu iç talep koşulları olarak sıralayabiliriz.

2003 yılında Türkiye ekonomisi %5,9 oranında büyümüştür. Fakat büyümenin ardında yatan unsurlar önem arz etmektedir. Yüksek boyutlara ulaşan sıcak para girişi nedeniyle aşırı değerlenen Türk lirası enflasyonun düşmesine katkıda bulunurken ithalatın hızla artmasına neden olmaktadır. Bu durum nedeniyle 2002 yılında 1,5 milyar $ olan cari açık, 2003 yılında 8 milyar $ seviyesine yükselmiştir. İthalata bağlı bir büyüme durumu ortaya çıkmakta, yüksek reel faiz için gelen sıcak para akımı da büyümenin dinamiğini oluşturmaktadır.

2004 yılında da örtülü enflasyon hedeflemesi stratejisi sürdürülmüştür. 2004 yılı para programında, 31 Ekim 2003 tarihli Niyet Mektubuyla Aralık 2004 sonu için Para Tabanı, NUR ve NİV'e ilişkin gösterge niteliğinde hedefler konulmuş, 2 Nisan 2004 tarihli Niyet Mektubunda söz konusu hedeflere ilişkin rakamlar revize edilmiştir. 15 Temmuz 2004 tarihli Niyet Mektubunda ise, Para Tabanı ve NiV'e ilişkin hedefler yeniden revize edilmiş, Para Tabanı ve NUR'a ilişkin hedefler performans kriteri niteliğine dönüştürülmüştür. Sonuç olarak, 2004 yılı sonu için, Para Tabanı ve NUR'a ilişkin performans, NİV'e ilişkin ise gösterge niteliğindeki hedeflere ulaşılmıştır (TCMB,2004:75).

Tablo 3.14: 2004 Performans Kriterleri, Gösterge Değerleri ve Gerçekleşmeleri

	Para Tabanı Üst Limit (Trilyon TL)		Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL)		Net Uluslararası Rezerv Seviyesi (milyon $)	
	Hedef(1)	**Gerçekleşme**	**Hedef(1)**	**Gerçekleşme**	**Hedef(2)**	**Gerçekleşme**
31 Mart 2004	16.100(P)	16.948	29.600(G)	27.321	-2.000(P)	748
30 Nisan 2004	17.500(P)	17.508	31.600(G)	26.076	-2.000(P)	1.791
31Ağustos 2004	20.500(P)	19.301	34.600(G)	28.015	-2.000(P)	1.629
31 Aralık 2004	20.900(P)	19.190	35.000(G)	30.121	-2.000(P)	229

KAYNAK: TCMB.
(1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin her biriyle sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır.
(2) Alt sınır.
(P): Performans Kriteri, (G):Gösterge Değer

2003 yılında olduğu gibi iç talep baskısının olmaması, beklentilerin olumlu yönde olması ve yapısal uyum politikalarının başarıyla devam edeceğini varsayan Merkez Bankası % 26 olan gecelik faiz oranlarını Şubat, Mart, Eylül ve Aralık olmak üzere 4 defa düşürerek %18 düzeyine indirmiştir.

Bu dönemde, TCMB, döviz arzındaki gelişmeleri dikkate alarak, 23 Ocak 2004 tarihinde, günlük döviz alım ihalelerine yeniden başlamıştır. Özellikle Kıbrıs görüşmeleri konusundaki olumlu beklentilere bağlı olarak, döviz kurunda oynaklığın arttığı gözlenmiş ve 16 Şubat 2004 tarihinde döviz piyasasına doğrudan alım yönünde müdahale edilmiştir. Sonraki günlerde ise, FED'in faiz artırımına gidebileceğine dair beklentilerin güçlenmesi, Kıbrıs referandumu ve Türkiye'nin AB üyeliğine dair belirsizliklerin etkisi döviz kurlarını yükseltmiştir. Bunun sonucunda döviz arzında gözlenen daralma nedeniyle, döviz alım ihalelerinde geçerli olan miktar 15 Nisan 2004 tarihinden başlamak üzere düşürülmüş, 27 Nisan 2004 tarihinden itibaren ise ihalelere ara verilmiştir. Sözü geçen iç ve dış gelişmelerin etkisi ve döviz likiditesindeki daralma nedeniyle, döviz kurlarında meydana gelen aşırı oynaklık üzerine, TCMB 11 Mayıs 2004 tarihinde doğrudan satım

müdahalesinde bulunmuştur (TCMB,2004:77). IMF ile yeniden 3 yıllık bir dönem için imzalanması beklenen stand-by antlaşmasının gündeme gelmesiyle birlikte artan olumlu hava ile 22 Aralık 2004 itibariyle döviz alım ihalelerine yeniden başlanmıştır.

Tüm bu gelişmeler sonucunda, TCMB, 20 Aralık 2004 tarihli duyurusu ile enflasyon hedeflemesi rejimine aşamalı olarak geçileceğini açıklamıştır. Buna göre, enflasyon hedeflemesine geçiş tarihi olarak 2006 yılı başı belirlenmiş, 2005 yılı ise geçiş dönemi olarak ilân edilmiştir. Söz konusu duyuruda verilen, geçiş dönemi olan 2005 yılında uygulanacak para ve kur politikasına ilişkin genel çerçeveye göre, 2005 yılında da dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesine devam edilmiştir. Bu çerçevede, kısa vadeli faiz oranları temel para politikası aracı olarak kullanılmıştır. Öte yandan, geçiş döneminde, para politikası karar alma mekanizmasının daha kurumsal bir yapıya kavuşturulması ve öngörülebilir ve şeffaf hale getirilmesi yönünde uygulamalar başlatılmıştır. Bu çerçevede, faiz kararları, tarihleri önceden kamuoyuna duyurulan Para Politikası Kurulu (PPK) toplantılarında yapılan değerlendirmeler ışığında oluşturulmuş ve faiz kararı toplantıyı takip eden iş günü sabahı ilân edilmiştir. Ayrıca, en geç iki iş günü içinde faiz kararının gerekçesi, TCMB'nin ekonominin genel görünümüne ilişkin değerlendirmeleriyle birlikte, "Enflasyon ve Görünüm" başlıklı basın duyurusu ile açıklanmıştır (TCMB, 2005:74). Aynı zamanda 2005 yılı başında Türk lirasından altı sıfır atılarak, yerli paranın itibarının kazanması amaçlanmıştır.

İç talep baskının olmaması, beklentilerdeki düşüşlerin devam etmesi nedeniyle faizler Temmuz ayına kadar kademeli olarak düşürülmüştür. Aralık 2005 itibariyle kısa vadeli faiz oranı 13,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. TCMB, 2005 yılı içinde döviz piyasasına altı defa doğrudan alım yönünde müdahalede bulunmuştur. Şeffaflık ilkesinin bir gereği olarak, 2002 yılından itibaren gerçekleştirilen doğrudan döviz alım/satım müdahalelerine ilişkin veriler 21 Ekim 2005 tarihinden itibaren TCMB internet sitesinde yayımlanmaya başlanmıştır (TCMB,2005:77). 2005 yılı toplam alım tutarı 7,1 milyar $ olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 3.15: 2000-2004 Dönemi Temel Makroekonomik Göstergeler

	2000	2001	2002	2003	2004
Enflasyon(%)*	11.8	21.8	29,7	18,4	8.58
Büyüme(%)	6,3	-9,5	7,9	5,9	9,9
Faiz Oranı**	54.14	93.21	49.51	36.04	21.84
Dış Ticaret Dengesi (Milyar $)	-22	-3	-6	-13	-22
Cari işlemler dengesi/GSMH	-3,7	1,9	-0,3	-2,5	-3,7
GSYİH (Milyar TL)	166	240	350	454	559
İç Borç Stoku (Milyar TL)	36	122	149	194	224
İç Borç Stoku/GSYİH	%22	%51	%43	%43	%40
Dış Borç Stoku (Milyar $)	118	113	129	144	160
KKBG(Milyar TL)	14	29	35	33	20
KKBG/GSYH	8.9	12.1	10.0	7.3	3.6

KAYNAK: TCMB, DPT Ekonomik ve Sosyal Göstergeler

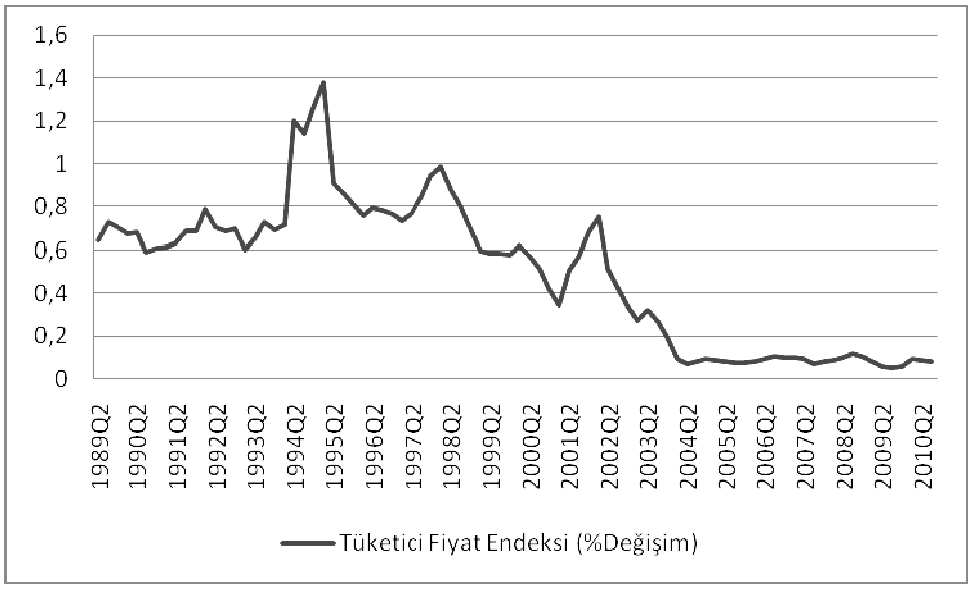
* (2003=100) % Değişim
** Gerçekleşen Basit Faiz Oranı AGIRLIKLI YILLIK ORTALAMA (%) (1 Gecelik işlem)

3.4.5. 2006 ENFLASYON HEDEFLEMESİNE GEÇİŞ

TCMB 2002 yılında yaptığı açıklamasında gerekli koşullar oluştuğu takdirde enflasyon hedeflemesine geçeceğini ve bu süre zarfında gerekli şartları oluşturmak için örtülü enflasyon hedeflemesi uygulayacağını kamuoyuna açıklamıştır. Merkez Bankası'nın kurumsallaşma, teknik kapasite, şeffaflık, hesap verilebilirlik gibi unsurların sağlanması, dalgalı kur rejiminin başarısı, kamu maliyesindeki yapısal dönüşümün sağlanması ve enflasyon oranının tek haneli rakamlara inmesiyle Merkez Bankası artık 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçtiğini açıklamıştır.

Enflasyon hedefi TÜFE' dir. Bununla birlikte para politikasının kontrolü dışında gerçekleşen unsurlar dışlanarak, enflasyonun asıl altında yatan sebepleri görebilmek amacıyla, çekirdek enflasyon görevi gören ve 2005 yılından itibaren hesaplanmaya başlanan "özel kapsamlı enflasyon göstergeleri" de TCMB tarafından takip edilmektedir. Hedefler nokta hedef olarak seçilmekle birlikte, nokta hedefin etrafında bir belirsizlik aralığı belirlenmiştir. Belirsizlik aralığı her iki yönde de iki puandır. Türkiye' de enflasyon hedefleri üç yıllık bir süre için belirlenir ve hedeften aşağı ya da yukarı yönlü bir sapma olduğunda TCMB, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkesi çerçevesinde sapmanın nedenlerini hazırladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna sunmak zorundadır. Hedefler ancak para politikasının denetimi dışındaki unsurlara (petrol fiyatları, uluslararası gelişmeler vb.) bağlı olarak değiştirilebilir. Para politikası aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranları değişimi kararı ise ayda bir defa toplanan Para Politikası Kurulu tarafından oylanarak alınmaktadır. Şeffaflık ilkesi gereği Merkez Bankasının temel iletişim aracı, 3 ayda bir yayınlanmakta olan enflasyon raporları oluşmuştur. Diğer iletişim araçları ise Para Politikası kurulunun toplantı özetleri, yayınlanan TCMB Yıllık Raporları ve Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu olmuştur.

Şekil 3.2: Türkiye'de Enflasyonist Süreç Grafiği



KAYNAK: TCMB

Şekil 3.4'teki enflasyonist süreç grafiğini incelediğimizde, enflasyon hedeflemesi stratejisi ile birlikte uygulanan sıkı para politikası sayesinde 2002 yılından itibaren enflasyon oranlarında ciddi düşüşler yaşanmıştır.

Tablo 3.16: 2006 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası, Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Gerçekleşmeleri

	Mart	**Haziran**	**Eylül**	**Aralık**
Belirsizlik aralığı üst sınırı	9,4	8,5	7,8	7
Hedefle uyumlu patika	7,4	6,5	5,8	5
Belirsizlik aralığı alt sınırı	5,4	4,5	3,8	3
Gerçekleşmeler	8,16	10,12	10,55	9,65

KAYNAK: TCMB

Enflasyon hedeflemesinin maruz kaldığı ilk ciddi şok 2006 yılı Mayıs ayında başlayan uluslararası sermaye koşullarının, gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmesi ve bu nedenle Türkiye'de dahil birçok ülkeden sermaye çıkışları yaşanması olmuştur. Bu şokla beraber yaşanan güvensizlik ortamı, kuraklıktan kaynaklanan gıda fiyatlarındaki yüksek artışlar nedeniyle enflasyonun beklenen hedefin oldukça üstünde çıkmasına neden olmuştur. Merkez bankası bu durumun kalıcı olmasını engellemek amacıyla sıkı bir para politikasına gitmiş, döviz alım ihalelerine ara vermiş ve çeşitli düzenlemeler yapmıştır. Her ayın 8'inde toplanması kararlaştırılan Para Politikası Kurulu, yaşanan olumsuzluk nedeniyle aniden toplanmış ve faizleri yükseltme kararı almıştır. 7 Haziran, 25 Haziran, 20 Temmuz tarihlerinde 3 olmak üzere %13,25 seviyesinden, %17 seviyesine çıkartılmıştır.

2003'ten sonra enflasyon hızı ciddî ölçüde gerilemiştir (2003'te yüzde 22.5, 2004'ye yüzde 9,5, 2005'te yüzde 7.7). 2001'den bu yana ısrarla uygulanan daraltıcı para ve maliye politikaları yanında, 2003 sonrasında TL'nin yabancı paralar karşısında reel olarak değerlenmesi ve önemli ölçülerdeki dış kaynak girişleri bu sonucu doğuran başlıca faktörler arasındadır. Enflasyon hızının tek haneli rakamlara indirilmesi, iktisat politikası yapıcılarına, 2006'da yüzde 5,0'lik bir yıllık enflasyon hedefi

saptamak ve bu hedefi daha sonraki yıllarda yüzde 3-4 çevresine düşürmek için cesaret vermiş, ancak Mayıs 2006'da döviz ve para piyasalarındaki çalkantı, bu hedeflerin gerçekçiliğini sorgulanır hale getirmiştir (BSB Grubu,2008:19).

2007 yılında da, 2006 yılında olduğu gibi açık enflasyon hedeflemesi stratejisine devam edileceği açıklanmıştır. Buna göre 2007 yılı enflasyon oranı %4 olarak hedeflenmiştir. 3 ayda bir olmak üzere belirlenen hedefle uyumlu patika ve net Uluslararası rezervler performans kriterlerini oluşturmaktadır. 2007 yılı ve sonrasında artan gıda ve enerji fiyatları nedeniyle enflasyon hedefinden büyük ölçüde sapılmıştır. 4 olarak hedeflenen TÜFE, 2007 yılında 8,74 olarak gerçekleşmiştir. TCMB arz şoklarının belirginleşmeye başladığı 2007 yılından itibaren, gıda ve emtia fiyatlarından dışlanarak hazırlanan çekirdek enflasyon göstergelerini ön plana çıkarmıştır.

Tablo 3.17: 2007 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası, Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Gerçekleşmeleri

	Mart	**Haziran**	**Eylül**	**Aralık**
Belirsizlik aralığı üst sınırı	11,2	8,7	7,3	6,0
Hedefle uyumlu patika	9,2	6,7	5,3	4,0
Belirsizlik aralığı alt sınırı	7,2	4,7	3,3	2,0
Gerçekleşmeler	10,86	8,6	7,12	8,39

KAYNAK: TCMB

Merkez bankası, toplam talebin hala düşük seviyelerde olması sebebiyle Ağustos ayına kadar faizlerde herhangi bir değişikliğe gitmemiştir. Eylül ayından itibaren küresel piyasalardaki yavaşlama sinyallerinin de etkisiyle enflasyonun aşağı yönlü seyredeceği düşünülerek faiz indirimlerine başlanmıştır. Sonuç olarak, 2007 yılında Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı, toplamda 175 baz puan azalarak yüzde 17,50 seviyesinden yüzde 15,75 seviyesine gerilemiş bulunmaktadır. Ancak, para politikası faiz oranlarında gerçekleştirilen indirimlere rağmen, mevcut para politikası duruşu hala sıkı bir düzeyi ifade etmekte olup, enflasyondaki düşüş sürecini desteklemektedir (TCMB,2007:40).

3.4.6. 2008 KÜRESEL MALİ KRİZİ

2008 yılı boyunca yurt içi enflasyonun seyri üzerinde daha çok küresel ekonomideki gelişmeler belirleyici olmuştur. Yılın ilk üç çeyreğinde enerji ve diğer emtia fiyatlarında gözlenen sert artışlar, son çeyrekte küresel finans krizinin derinleşmesiyle ve dünya ekonomisinde gözlenen belirgin yavaşlamayla yerini keskin bir düşüşe bırakmıştır. Bu doğrultuda, yılın son çeyreğinde yurt içi enerji ve işlenmiş gıda fiyatlarının artış hızında kayda değer bir gerileme gözlenmiştir. Bununla birlikte, emtia fiyatlarında geçmiş dönemde gözlenen yüksek artışların birikimli etkileri enflasyonu göreli olarak yüksek düzeylerde tutmaya devam etmiştir. Nitekim, 2008 yılı sonunda yüzde 10,1 düzeyinde gerçekleşen enflasyonun yaklaşık 6,2 puanı gıda ve enerji fiyatlarının doğrudan etkilerinden kaynaklanmıştır (TCMB,2009b:1). Yaşanan arz şoklarının geçici nitelikte olmadığı görüşüne sahip olan Merkez Bankası, 3 Haziran 2008 tarihli açık mektupla hükümete enflasyon hedeflerinin yenilenmesini önermiştir. Bunun sonucunda Hükümet ile 2009-2011 dönemi için enflasyon hedefleri sırasıyla %7,5 ,%6,5 ve %5,5 olarak belirlenmiştir.
Tablo 3.18'de 2008 yılında üç aylık dönemler için hedefle uyumlu enflasyon patikası, belirsizlik aralığı ve enflasyon gerçekleşmeleri verilmiştir. Enflasyon gerçekleşmelerine baktığımızda, hedefle uyumlu patikadan ciddi şekilde sapmaların olduğu açıkça görülmektedir.

Tablo 3.18: 2008 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası, Belirsizlik Aralığı ve Enflasyon Gerçekleşmeleri

	Mart	**Haziran**	**Eylül**	**Aralık**
Belirsizlik aralığı üst sınırı	9,1	8,5	8,3	6,0
Hedefle uyumlu patika	7,1	6,5	6,3	4,0
Belirsizlik aralığı alt sınırı	5,1	4,5	4,3	2,0
Gerçekleşmeler	9,15	10,61	11,13	10,06

KAYNAK: TCMB

2008 yılının son çeyreğinde küresel mali krizin derinleşmesiyle hem iç hem de dış talep belirgin olarak yavaşlamıştır. Küresel finans piyasalarındaki güvensizlik ortamı likidite akışını olumsuz etkileyerek, bütün gelişmekte olan ülke paraları gibi

YTL'nin de değer kaybetmesine yol açmıştır. TCMB bu çerçevede, finansal sistemin akışkanlığına ve kredi piyasalarının etkin şekilde çalışmasına destek olmak amacıyla çeşitli önlemler almıştır. Merkez bankası bu güvensizlik ve kriz ortamında döviz rezervlerini öncelikle bankacılık sisteminin döviz likiditesini desteklemek amacıyla kullanma stratejisini benimsemiştir. Ayrıca Döviz Repo Piyasasında aracılık faaliyetlerine yeniden başlanmış, borç verme faizleri düşürülmüş ve vadeler uzatılmıştır.

Tablo 3.19: 2008 Yılı Politika Faiz Oranı Değişiklikleri

TOPLANTI TARİHİ	**POLİTİKA FAİZ ORANI**	**DEĞİŞİKLİK (BAZ PUAN)**
17 Ocak 2008	15,50	-25
14Şubat 2008	15,25	-25
19 Mart 2008	15,25	0
17 Nisan 2008	15,25	0
15 Mayıs 2008	15,75	+50
16 Haziran 2008	16,25	+50
17 Temmuz 2008	16,75	+50
14 Ağustos 2008	16,75	0
18 Eylül 2008	16,75	0
22 Ekim 2008	16,75	0
19 Kasım 2008	16,25	-50
18 Aralık 2008	15,00	-125
15 Ocak 2009	13,00	-200
19 Şubat 2009	11,50	-150
20 Mart 2009	10,50	-100
16 Nisan 2009	9,75	-75

KAYNAK:TCMB

2002-2008 döneminde ekonominin yumuşak karnı ve kırılgan noktası süratle yükselen dış ticaret açığından kaynaklanan cari açık ve dış borçlardaki artış olmuştur. Cari açıklar özellikle 2004-2008 yıllarında çok yüksek boyutlara ulaşmıştır. Fakat bu açıklar yabancı kaynak girişleri ile kolayca finanse edildiği için küçültülmesi yönünde etkili yöntemler alınmamıştır. Hükümet çevreleri finanse edilebildiği sürece cari açığın sorun olmadığı görüşünü savunmuştur. Ancak 2008 son baharından itibaren küresel finansal krizden en fazla etkilenen ülkelerden birisi olmamız ve 2009'un ilk çeyreğinde GSYH'nin %13,8 oranında küçülmesi, dış ticaret hacminin daralması ve işsizliğin yükselmesi ekonominin asimetrik biçimde dışa bağımlı olmasından kaynaklanmıştır (Şahin,2009: 271-272).

Merkez Bankası, kriz sırasında, döviz piyasalarına ve bankacılık sistemi döviz likiditesine yönelik olarak aşağıdaki tedbirleri almıştır (TCMB,2010a:2-3):

a. 16 Ekim 2008 tarihinden itibaren döviz alım ihalelerine ara verilmiş, böylece ihalelerle kalıcı olarak döviz piyasasından çekilen likiditenin sistemde kalması sağlanmıştır.
b. Döviz piyasalarında derinliğin kaybolmasına bağlı olarak sağlıksız fiyat oluşumlarının gözlenmesi üzerine 24 Ekim 2008 ve 27 Ekim 2008 tarihlerinde düzenlenen döviz satım ihaleleri ile toplam 100 milyon ABD doları satılmıştır.
c. Ekim 2008'de Merkez Bankası nezdindeki döviz depo aracılık faaliyetlerine yeniden başlanmış, bankaların Döviz Depo Piyasaları'ndaki işlem yapabilme limitleri kademeli olarak artırılarak 10,8 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir. Ayrıca, söz konusu borçlanma limitleri çerçevesinde bankaların alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya uzatılırken, Merkez Bankası taraflı işlemler için yüzde 10 olan borçlanma faiz oranları da ABD doları için yüzde 7'ye, Euro için yüzde 9'a düşürülmüştür. Şubat 2009'da ise, döviz depo işlemlerinin vadesi 1 aydan 3 aya uzatılırken, Merkez Bankası taraflı işlemlere ilişkin depo faiz oranı ABD doları için yüzde 5,5'e, Euro için yüzde 6,5'e düşürülmüştür.
d. 5 Aralık 2008 tarihinde yüzde 11 olan yabancı para zorunlu karşılık oranında iki puan indirim yapılarak bankacılık sistemine yaklaşık 2,5 milyar ABD doları ilave döviz likiditesi sağlanmıştır. Ayrıca, ihracat reeskont kredisi uygulamasına yönelik

yeni düzenlemelerle ihracat reeskont kredisi limiti yükseltilmiş ve bu kredilere kullanım kolaylığı getirilmiştir.

e. Döviz piyasalarındaki derinliğin kaybolması ve sağlıksız fiyat oluşumlarının gözlenmesi üzerine 10 Mart 2009 tarihinden itibaren döviz likiditesini destekleyerek döviz piyasasının sağlıklı çalışmasını sağlamak amacıyla günlük döviz satım ihalelerine tekrar başlanmıştır. Döviz satım ihaleleri ile 900 milyon ABD doları satılmıştır.

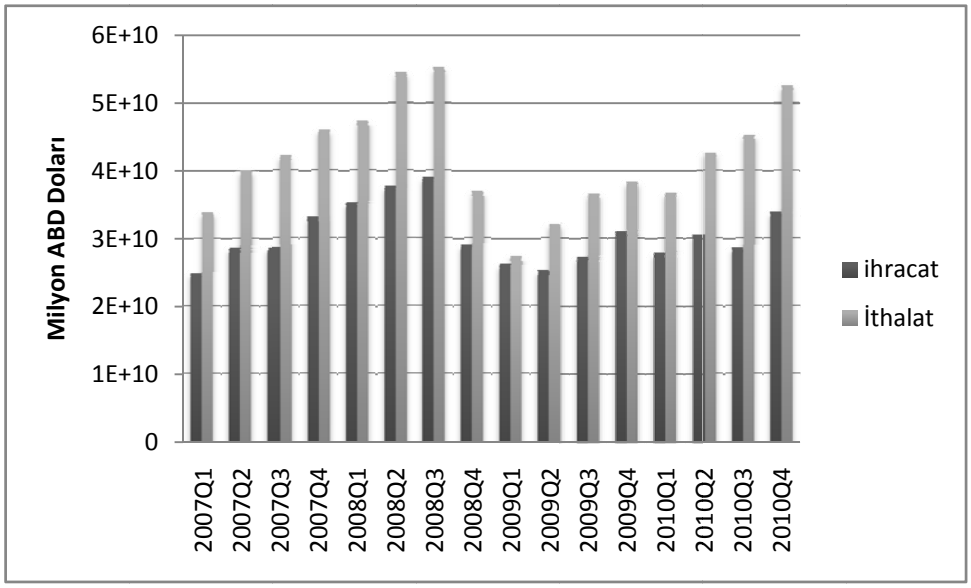
Küresel mali kriz, 2009 yılında yılının büyük bir kısmında etkisini göstermeye devam etmiştir. Dünya ölçeğinde gelişmiş ekonomiler başta olmak üzere, ekonomilerin çoğunluğu daralma sürecine girmiştir. Bu ülkelerde finansal krizle müdahaleler kapsamında teşvik paketleri uygulamaya konmuştur.

Küresel mali krizin Türkiye ekonomisini belli başlı dört kanaldan etkilediği savunulmaktadır.[3]

1.Dış talepte yaşanan daralma nedeniyle dış ticaret hacminin düşmesi ekonomide daralmaya neden olmuştur. Dış ticaretin büyük bir kısmının Avrupa ülkeleriyle yapılıyor olması nedeniyle, bu ülkelerde yaşanan bir ekonomik durgunluğun Türkiye ekonomisini etkilemesi kaçınılmaz olmuştur. Toplam mal ihracatı 2009 yılında yüzde 22,1 oranında azalarak 109,7 milyar ABD dolarına, toplam mal ithalatı ise aynı dönemde yüzde 30,7 oranında azalarak 134,4 milyar ABD dolarına gerilemiştir. Bu gelişmeler sonunda dış ticaret açığı 2008 yılında 53 milyar ABD dolarından 2009 yılında 24,8 milyar ABD dolarına gerilemiştir. Türkiye ekonomisinde büyüme ile dış ticaret arasında çok sıkı bir bağ oluşmuştur. Dış ticaretteki daralma GSYİH'da büyük boyutlu küçülmeye ve işsizlikte çok ciddi artışa yol açmıştır. 2008 'in son çeyreğinde %6,2 daralma yaşanırken, 2009 yılı ilk çeyreğinde yıllık bazda yüzde 14,7 gibi yüksek oranlı gerileme göstermiş, ikinci ve üçüncü çeyrekte ise yıllık bazda sırasıyla yüzde 7,9 ve yüzde 3,3 oranlarında azalmıştır. 2007-2010 arası çeyrek dönemlik ithalat ve ihracat verilerinden oluşturduğumuz Şekil 3.3'te, krizle birlikte ithalat ve ihracatta yaşanan düşüş net biçimde görülmektedir. Aynı zamanda ithalattaki düşüş hızı, ihracattan daha yüksek gerçekleşmiştir.

[3]Bakınız: Önder, (2009) , Akmeşe ve Çetin (2009), Çınar v.d. (2010)

Şekil 3.3: İhracatta ve İthalatta Yaşanan Değişimler



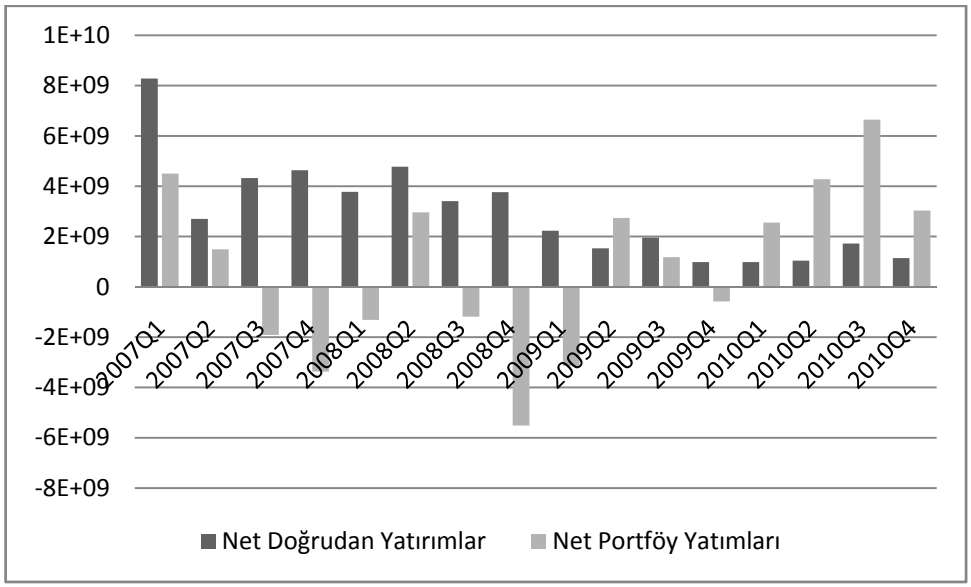
KAYNAK: TCMB

2.İç talep daralması nedeniyle tüketici ve üretici güven endeksi sarsılmıştır. İşsizlik artmış, üretim düşmüştür. Özellikle sanayide kapasite kullanım oranı düşmüş ve sanayi üretiminde yüksek oranda gerilemeler olmuştur.

3.Bir diğer önemli etki ise, yabancı sermaye akımının ülkeye girişindeki daralmadır. Uluslararası finans krizinin etkisi sermaye hareketlerinde de gözlenmiş ve 2009 yılında sermaye girişleri belirgin olarak azalmıştır.Alt kalemler itibarıyla incelendiğinde, net doğrudan yatırımlar yüzde 61,7 gerileyerek 6 milyar ABD doları dolayında gerçekleşmiş, portföy yatırımları 0,2 milyar ABD doları, Hazine Müsteşarlığının net tahvil ihracı ise 1,8 milyar ABD doları olmuştur. Özel sektör, uzun vadeli dış borçlanmasının gerilemesi neticesinde net ödeyici konumuna gelmiş, kısa vadeli dış borç kullanımlarında ise belirgin bir değişim görülmemiştir (TCMB:2009a;35).

Şekil 3.4'teki grafikten de görüleceği üzere, küresel mali kriz doğrudan yatırımlar üzerinde etkisini şiddetli biçimde göstermez iken, 2008 yılının dördüncü çeyreğinde net portföy yatırımlarında keskin bir düşüş yaşanmıştır. Portföy yatırımlarındaki azalma 2009 yılının ilk çeyreğinde de devam ederken, 2009 üçüncü çeyrek itibariyle tekrar portföy yatırımlarında artışlar gözlenmeye başlamıştır.

Şekil 3.4: Doğrudan ve Portföy Yatırımlarında Yaşanan Değişimler



KAYNAK: TCMB

4. Krizin bir diğer etkisi ise kredi kanallarında yaşanan aksaklıklardır. Bankacılık kesiminin tedbirli davranmak amacıyla kredi arzını kısmaları, reel sektörü finansman sorunu ile karşı karşıya bırakmıştır. Fakat bankacılık kesimine baktığımızda herhangi bir önlem paketine ihtiyaç duyulmadığı görülmektedir. 2001 yılında yaşanan krizin ardından bankacılık sisteminde uygulamaya konulan çeşitli yasal ve kurumsal düzenlemeler nedeniyle, bankalarımızın sermaye yapılarının güçlü olduğu görülmektedir.

2009 yılında TCMB, fiyat istikrarı temel amacı ile çelişmemek koşuluyla krizin iktisadi faaliyet ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaya yönelik politikalara odaklanmıştır. Bu çerçevede, bir yandan kısa vadeli faiz oranları süratli bir şekilde aşağı çekilirken, diğer yandan dengeleyici bir likidite politikası izlenerek kredi piyasasındaki tıkanıklığın giderilmesi hedeflenmiştir. İktisadi faaliyette Mayıs ayından itibaren kısmi toparlanma işaretleri görülmesine karşın, talepteki canlanmanın kalıcılığına ilişkin belirsizliklerin devam etmesi ve istihdam koşullarında belirgin bir iyileşme görülmemesi nedeniyle faiz indirimlerine devam edilmiştir (TCMB,2009a:25). 2009 yılı sonunda politika faiz oranları toplam 850 baz puan indirilerek %6.5 düzeyine gerilemiştir. Bu doğrultuda 2006 yılından beri

uygulanmakta olan açık enflasyon hedeflemesi rejimine devam edilmiştir. Küresel mali krizin etkisiyle yaşanan durgunluk nedeniyle daralan iç talep, emtia fiyatlarındaki aşağı yönlü hareket ve teşvik programları kapsamında uygulamaya konulan vergi indirimleri, yılın ilk yarısında enflasyonun düşmesine neden olmuştur. %7.5 olarak hedeflenen 2009 yılsonu enflasyon düzeyi, %6.25 olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından 2010 yılında uygulanacak olan para ve kur politikası 10 Aralık 2009 tarihinde düzenlenen bir basın toplantısı ile kamuoyuna açıklanmıştır. Yılsonu enflasyon hedefleri, 2008 yılı Haziran ayında güncellenen şekliyle 2010 ve 2011 yılları için %6,5 ve %5,5 olarak belirlenmiştir. 2012 yılsonu hedefi ise, ekonomimizde orta vadede devam etmesi öngörülen yapısal düzenlemeler, uzun yıllar yüksek enflasyonla yaşamanın getirdiği katılıklar ve gelişmiş ülkelere yakınsama süreci gibi unsurlar göz önüne alınarak, Hükümet ile birlikte %5 olarak belirlenmiştir.

2010 yılında Türkiye ekonomisi toparlanma sürecine girmiştir. Türkiye İstatistik Kurumu tarafından açıklanan verilere göre GSYİH, 2010 yılı ilk çeyreğinde geçen yıla göre %11,7 oranında artış göstermiştir. 2009 yılı son çeyreğinden itibaren artışa eğilimi sergileyen enflasyon rakamlarına rağmen, TCMB küresel ekonominin hala belirli riskler taşıdığını öne sürerek politika faizlerinde herhangi bir yükselişin olmayacağını açıklamıştır. Yılın ikinci çeyreğinde temel mal ve hizmet fiyatlarının artış hızında yavaşlama olmuştur. 2010 yılının ikinci çeyreğinde tüketici fiyatları yüzde 0,33 oranında düşmüş ve yıllık enflasyon yüzde 8,37 seviyesine gerilemiştir. Böylelikle, tüketici fiyatları endeks tarihinde çeyreklik bazda ilk defa azalış kaydetmiştir. TCMB 2010 yılsonu enflasyonunun yüzde 70 olasılıkla %6,5 ve %8,5 aralığında olacağını açıklamıştır. Aynı zamanda Merkez Bankası'nın faizleri düşük seviyelerde tutma tutumunun devamı olarak, 16 Eylül 2010'da gerçekleşen Para Politikası Kurulu kararıyla, gecelik borçlanma faiz oranı %6,5'den %6,25'e, borç verme faiz oranı ise %9'dan %8,75'e indirilmiştir.

Küresel ekonomiye ilişkin artan belirsizliklere rağmen, bankacılık sisteminin sağlam yapısı kredilerdeki toparlanmanın devamı için elverişli bir ortam sunmaktadır. Bu doğrultuda, kamu maliyesindeki duruşun yurt içi fonlar üzerinde baskı oluşturmadığı varsayımı altında, kısa vadede kredi hacmindeki genişlemenin süreceği tahmin

edilmektedir. Bununla birlikte küresel finans piyasalarındaki sorunların devam etmesi, orta vadede dış finansmana ve dolayısıyla kredi arzına ilişkin aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Ayrıca, işsizlik oranlarının yüksek seviyelerde seyretmesi de önümüzdeki dönemde kredi talebini sınırlayabilecek bir diğer unsur olarak ortaya çıkmaktadır (TCMB, 2010b:5).

Tablo 3.20: 2005-2010 Dönemi Temel Makro Ekonomik Göstergeleri

	2005	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
Enflasyon(%)*	8.18	9.6	8.74	10.1	6.25	8.5
Büyüme(%)	8,4	6,9	4,7	0,9	-4,7	8.9
Faiz Oranı**	14.80	15.61	17.25	15.99	9.21	6.42
Dış Ticaret Dengesi (Milyar $)	-33	-41	-46	-53	-24	-56
Cari işlemler dengesi/GSMH	-4,6	-6,1	-5,9	-5,6	-2,3	-4,1
GSYİH (Milyar TL)	166	758	843	950	952	1.105
İç Borç Stoku (Milyar TL)	244	251	255	274	330	251
İç Borç Stoku/GSYİH	%22	%33	%30	%29	%35	%32
Dış Borç Stoku (Milyar $)	169	207	249	277	268	207
KKBG (Milyon TL)	-479	-14 268	552	15 390	60 843	-
KKBG/GSYH	-0.1	-1.9	0.1	1.6	6.4	-

KAYNAK: TCMB, DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler

* TÜFE % Değişim (2003=100)
** Gerçeklesen Basit Faiz Oranı AGIRLIKLI ORTALAMA (%) (1 Gecelik işlem)

Sonuç olarak, Küresel mali krizin Türkiye ekonomisine etkilerinin sınırlı kaldığını savunan görüşlerin aksine, 2008-2009 yılına ait temel makroekonomik değişkenler incelendiğinde, krizin etkileri net bir şekilde görülmektedir. 2008 yılının son çeyreği ile 2009 yılı boyunca küresel krizin etkileri devam etmiş, 2010 yılında ise Türkiye ekonomisi toparlanma sürecine girmiştir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKASINA ETKİSİ: TÜRKİYE EKONOMİSİ İÇİN EKONOMETRİK BİR ANALİZ

4.1. LİTERATÜR TARAMASI

Literatürde finansal serbestleşme ve para politikası ilişkisini inceleyen birçok çalışma mevcuttur. Fakat bu çalışmaları incelediğimizde araştırmacıların açıklık kavramını farklı şekilde ele aldıkları görülmektedir. Konuyla ilgili yapılan öncelikli çalışmalarda, açıklık kavramının sadece ticari açıklık olarak ele alındığı göze çarpmaktadır. Finansal piyasaların gelişmesi ile birlikte artan sermaye hareketlerinin etkisiyle ekonomik serbestleşme üzerine yapılan çalışmaların, serbestleşmeyi artık daha çok sermaye hareketleri yönüyle incelediği görülmektedir.

Ticari açıklık ve para politikası arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara baktığımızda karşımıza Romer(1993) yaptığı çalışma çıkmaktadır. Romer (1993), açıklık ve enflasyon arasındaki ilişkiyi incelediği ve 141 ülkeyi kapsayan çalışmasında, küçük ve daha açık ekonomilerin daha düşük enflasyon oranına sahip oldukları sonucuna ulaşmıştır. Bu çalışmada açıklık göstergesi, toplam ithalatın, gayri safi yurtiçi hasıladaki payı olarak kabul edilmiştir ve açıklık ile enflasyon arasındaki negatif bir ilişkinin varlığı istatistiksel olarak anlamlı ve kuvvetli olduğu ispatlanmıştır. Aynı zamanda Romer (1993), para politikasının öntaahhütünün olmaması durumunun, yüksek enflasyon oranına yol açacağını iddia etmektedir. Eğer para otoriteleri açıklığı, para politikası için önemli bir durum değişkeni olarak dikkate alırlarsa, daha açık ekonomideki para otoriteleri daha az genişletici para politikaları uygulayacak ve daha düşük enflasyon oranına sahip olacaklardır.

Berument ve Doğan (2002), Türkiye'de çeyrek dönemlik veri seti kullanarak 1987:1-2001:1 yıllarını kapsayan, açıklığın para politikasına etkisini inceledikleri çalışmada, Romer (1993) 'in çalışmasına paralel sonuçlar elde etmişlerdir. Açıklığın para politikasının etkinliğini arttıran önemli bir değişken olduğunu ve ortalama enflasyon

oranı ile açıklık arasında güçlü bir negatif ilişkinin varlığını ispatlamışlardır. Berument ve Doğan(2002), Türk para otoritelerinin Romer(1993)'in açıklık ve para politikası hakkındaki tahminlere uygun davranışlarda bulunduğu sonucunu çıkarmışlardır.

Wu ve Lin (2006), Asya 4 ve G7 ülkelerini kapsayan çalışmalarında, açıklık ile enflasyon arasındaki ilişkinin, her bir ülkede farklı korelasyonlara sahip olduğunu belirtmişlerdir. Her bir ülkenin kendine özgü coğrafi, kültürel ve tarihi karakteristik özelliklere sahip olduğunu ve ayrıca birçok faktöründe, açıklık ve enflasyon oranı arasındaki ilişkinin yönünü değiştirebileceği sonucuna varmışlardır. Bu nedenle Romer(1993)'in çalışmasına benzer sonuçlara ulaşamadıklarını ve araştırmacıların enflasyon ile açıklık arasında benzer ilişkiyi bulmak yerine, neden farklı ülkelerin farklı korelasyonlara sahip oldukları konusuna değinmeleri gerektiğini belirtmişlerdir.

Wynne (2007), çalışmasında ekonomi literatürünün açıklığı dış ticaret yönünden inceleme eğilimi içinde olduğunu ve küreselleşmenin direk olmasa da, artan rekabet yoluyla, yurtiçi prodüktivite artışını teşvik ettiğini belirtmiştir. Çünkü dış ticaret, ülkeleri karşılaştırmalı üstünlüklere sahip oldukları sektörlerde uzmanlaşmasını gerekli kılar. Rekabet artışıyla birlikte hızlı ekonomik büyüme, firmalara yüksek maliyetlere yol açmadan ve fiyatları yükseltmeden, ücretleri yükseltebilmelerine izin vermektedir.

Finansal serbestleşme ile para politikası üzerine yapılan çalışmalar ise şöyledir;

Uzunoğlu, Alkin ve Gürlesel (1995), sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki makroekonomik etkilerini inceledikleri çalışmalarında, literatüre uygun sonuçlara ulaşmışlardır. Meksika için yaptıkları analizde, artan sermaye girişi ile birlikte enflasyon oranlarının gerilediğini belirtmişlerdir. Meksika'da, sermaye girişlerinin yarattığı parasal genişleme etkisinin bertaraf edilmesinde, uygulanan sterilizasyon ve sıkı kredi-para politikasının etkili olduğunu ifade etmişlerdir. Aynı zamanda sermaye akımının kurlar üzerindeki baskısı ile Peso'nun reel olarak değer kazanması, enflasyonun gerilemesine katkı sağlamıştır.

Pierdzioch (2002), sermaye hareketliliğinin para politikası üzerindeki etkisini incelediği çalışmasında, 1995 yılında Obstfeld ve Rogoff tarafından geliştirilen ve son zamanlarda açık ekonomilerde para politikasının etkinliğini ölçmede yaygın olarak kullanılan NOEM (New-Open Economy Macroeconomics) modelini kullanmıştır. Elde ettiği rakamsal simülasyon sonuçlarına göre, Marshall-Lerner koşulunun sağlandığı durumda, yüksek sermaye hareketliliğinin, para politikasının etkinliğini çoğalttığı sonucuna ulaşmıştır.

Berument ve Dinçer (2004) sermaye girişlerinin, gelişmekte olan ve küçük ekonomiler üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. 1992-2001 dönemini kapsayan aylık verilerle VAR modelinin uygulandığı çalışmada, kısa dönemde sermaye girişlerinin ulusal paranın değerlenmesine neden olduğu, çıktı seviyesini ve para arzını arttırdığı, fakat faiz oranlarını ve fiyatları düşürdüğü sonucuna varmışlardır. Ayrıca, döviz kuru rejiminin, sermaye hareketlerinin etkisine tesir etmediği sonucuna ulaşmışlardır.

Tytell ve Wei (2005), 1975-1999 dönemi içinde 62 ülkeyi (22 endüstrileşmiş, 40 gelişmekte olan ülke) kapsayan çalışmalarında, finansal küreselleşmenin, düşük enflasyonu hedefleyen para politikalarını teşvik ettiğini, fakat bütçe açığını azaltılmasını desteklemediğine dair kanıtlar bulduklarını belirtmişlerdir. IMF Nisan 2006 yılında World Economic Outlook raporunu küreselleşme ve enflasyona ayırmıştır. Raporda hazırlanan analizin sonuçlarına göre, finansal açıklık ile enflasyon oranı arasında yüksek negatif korelasyonun bulunduğu belirtilmiştir.

Şengönül, Altıok ve Gürbüz (2007), 1990:1-2005:3 döneminde, ekonomiye giren kısa süreli sermaye girişleri ile, yatırım ve GSYİH artışı gibi reel göstergeler, faiz oranı, döviz kuru, enflasyon oranı gibi parasal göstergeler ve dış ticaret dengesi ile etkileşimini, VAR modelini kullanarak araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda, ekonomiye kısa vadeli sermaye girişlerinin, tüketim ve yatırım ortamını etkilemek yoluyla GSYİH'da kısa süreli bir artışa yol açtığı, yerli paranın değer kazanmasına neden olarak dış ticaret dengesini olumsuz etkilediği, uzun dönemde faiz oranlarının yükselmesine neden olduğu, ancak enflasyon oranı ile ilişkisinin anlamsız olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bununla birlikte, ekonomiye yönelen kısa vadeli sermaye

akımlarının, değişken niteliği ve ani giriş-çıkışları nedeniyle, ekonomideki istikrarsızlıkları ve kırılganlığı artırmakta olduğunu savunmaktadırlar.

Pruski ve Szpunar (2008), Polonya ekonomisini inceledikleri çalışmalarında, artan sermaye akımlarının para politikası yönetimi ve finansal piyasa istikrarı ve gelişimi üzerinde yarattığı sonuçları analiz etmişlerdir. Enflasyon hedeflemesinin, artan sermaye hareketleri ve döviz kuru istikrarsızlığı ile başa çıkmak için en uygun strateji olduğu sonucuna varmışlardır. Yaptıkları çalışmanın sonuçları göstermiştir ki; enflasyon hedeflemesi rejimi altında, yüksek sermaye hareketleri ve döviz kuru dalgalanmalarına rağmen, ekonomik büyüme başarısına, düşük enflasyon oranı ve düşük cari işlemler açığı eşlik etmiştir.

4.2. VERİ SETİ VE EKONOMETRİK YÖNTEM

Çalışmanın bu kısmında amaç, finansal serbestleşme göstergesi olarak kabul ettiğimiz finansal açıklık oranı ve para politikasının başarı göstergesi olarak kabul ettiğimiz enflasyon oranı arasındaki ilişkiyi inceleyen bir ekonometrik model kurmaktır. Öncelikle ekonometrik modelde kullanılan değişkenlerin tanımları açıklanacaktır. Daha sonraki bölümde ise kullanılan ekonometrik yöntemin genel özellikleri açıklanacak ve bu bilgiler ışığında Türkiye ekonomisi üzerine yapılan uygulamanın sonuçları değerlendirilecektir.

4.2.1. VERİ SETİ

Çalışmamızda 1992:1 – 2009:3 dönemine ait üçer aylık verileri kullanılmıştır. Modelde kullanılan değişkenlere ait veriler, TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi(EVDS) ve Dünya Bankası(WB) internet sitelerinden elde edilmiştir. Modelde kullanılan veriler, E-Views 5.1 ekonometrik paket programı Seasonal Adjustment- Tramo aracılığıyla mevsimsel etkilerinden arındırılmıştır. Modelde 1994, 1998, 2001 ve 2008 kriz dönemleri için kukla değişkenler kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan değişkenler ve tanımları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 4.1: Ekonometrik Analizde Kullanılan Değişkenler ve Tanımları

Değişkenler	**Tanımları**
TUFE	Tüketici Fiyatı Endeksi % Değişim (1987=100)
FAO_SA	Finansal Açıklık Oranı (Doğrudan Yatırımlar+Portföy Yatırımları)/ GSYİH
TAO_SA	Ticari Açıklık Oranı Dış Ticaret Hacmi / GSYİH
M2Y_SA	M2Y Para Arzı Artış Oranı

Uygulamada kullanılan finansal açıklık oranı, doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarının GSYİH'daki payı (Lane, Milesi-Ferretti,2000, Tytell ve Wei, 2005), Ticari açıklık oranı ise dış ticaret hacminin GSYİH'daki payı (Romer,1993, Berument ve Doğan,2002) şeklinde hesaplanmıştır. Değişkenlerin oluşturulmasında kullanılan doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, ithalat ve ihracat verileri veri tabanlarında dolar cinsinden ifade edildiği için bu değişkenler ortalama (alış+satış/2) döviz kuru kullanılarak TL'ye çevrilmiştir.

4.2.2.EKONOMETRİK YÖNTEM

Türkiye için 1992:1 – 2009:4 dönemi içinde finansal serbestleşmenin para politikasına etkisini araştırdığımız bu çalışmada, değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemek için En Küçük Kareler Yöntemi (EKK) kullanılmıştır.

Regresyon çözümlemesi, aralarında sebep-sonuç ilişkisi bulunan iki veya daha fazla değişken arasındaki ilişkiyi belirlemek ve bu ilişkiyi kullanarak o konu ile ilgili tahminler ya da kestirimler yapabilmek amacıyla kullanılan istatistiksel bir yöntemdir. Bu çözümleme yönteminde iki veya daha fazla değişken arasındaki ilişki açıklamak için matematiksel bir model kurulur ve bu model regresyon modeli olarak adlandırılır. İstatistiksel açıdan model kurulduktan sonra o modelin geçerliliğini araştırmak regresyon çözümlemesinin önemli bir parçasıdır. Kestirilen modelin

gerçek modele ne kadar yaklaştığını belirleyebilmek için, kullanılan EKK yönteminin regresyon çözümlemesinin varsayımlarını sağlayıp sağlamadığının kontrolünün yapılması gerekmektedir. (Alma ve Vupa,2008:220)

EKK regresyon yöntemi, hata kareler toplamını en küçük yapmayı amaçlayan bir yöntemdir. Bu yöntemin gerçekçi sonuçlar verebilmesi için bazı varsayımların geçerli olması gerekmektedir. Bu varsayımlar (Güriş ve Çağlayan, 2005:203-204);

- Normallik
- Sıfır ortalama
- Sabit varyans
- Otokorelasyon olmaması
- Bağımsız değişkenlerin tesadüfi değişken olmaması
- Çoklu doğrusal bağlılık olmaması
- Gözlem sayısının parametre sayısının üzerinde olması

Çoklu doğrusal bağlılık, iki veya daha fazla bağımsız değişken arasında kuvvetli bir doğrusal ilişki olması durumuna verilen addır. Regresyon denkleminden elde edilen sonuçların geçerliliği için modelde çoklu doğrusal bağlılık olmamalıdır. Regresyon çözümlemesinin temel varsayımlarından biri de sabit varyans (homoskedasite) varsayımıdır. (Gujarati,1999; Güriş ve Çağlayan,2005) Heteroskeasite, bilindiği gibi Gauss-Markov hipotezinin ve Klasik En Küçük Kareler yönteminin temel varsayımlarından olan "Hata terimi bütün gözlemler için sabit varyanslıdır. $E(\varepsilon 2) = \sigma 2$ " varsayımından yani homoskedasite durumundan sapmaya verilen isimdir. Kısaca heteroskedasitenin sebepleri şu şekilde özetlenebilir(Sümer,2006:18):

- Heteroskedasite tanımlama hatalarından veya lüzumlu bir değişkenin model dışında bırakılmasından kaynaklanabilir.
- Heteroskedasite modelin fonksiyonel yapısından kaynaklanabilir.
- Veri toplama hatalarından kaynaklanabilir.
- Bağımlı değişkende yapılan ölçme hatalarından kaynaklanabilir.

Homoskedasite varsayımının geçerli olup olmadığını araştırmak için Park , Spearman sıra korelasyonu, Goldfeld-Quandt, Breusch-Pagan-Godfrey, White testleri uygulanabilmektedir. White testi sabit varyans (homoskedasite) varsayımının geçerli olup olmamasının belirlenmesinde sıklıkla kullanılan testlerden biridir. Gözlemleri, değişen varyansa yol açtığı düşünülen X değişkenine göre yeniden sıraya sokan Goldfeld-Quandt sınamasından ya da normallik varsayımına karşı duyarlı olan Breusch-Pagan-Godfrey sınamasından farklı olarak, White'in önerdiği genel değişen varyans sınaması normallik varsayımına dayanmadığı gibi uygulaması da kolaydır (Gujarati,1999:379). White testi normallik varsayımına dayanmayan ve yardımcı regresyon modelinin tahminini gerektiren bir testtir. Testin uygulanması için kurulan model tahmin edilerek artıklar belirlenir. Belirlenen artıkların karelerinin bağımlı değişken olduğu, bağımsız değişkenlerin ise modelin bağımsız değişkenleri, bağımsız değişkenlerin kareleri ve bağımsız değişkenlerin birbirleri ile çarpımlarından oluşan yardımcı regresyon modeli tahmin edilir (Güriş ve Çağlayan,2005:516). İncelenecek model,

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 X_{t2} + \cdots + \beta_k X_{tk} + \varepsilon_t$$

ise yardımcı regresyon modeli,

$$e_t^2 = \alpha_1 + \alpha_2 X_t + \cdots + \alpha_k X_{tk} + \gamma_1 X_{t2}^2 + \gamma_2 X_{t3}^2 + \cdots + \gamma_k X_{tk}^2 + \delta_1 X_{t2} X_{t3} + \cdots + X_{t2} X_{tk} + \theta_1 X_{t3} X_{t4} + \cdots + v_t$$

olacaktır. Bu durumda hipotezler,

$$H_0: \beta_2 = \beta_3 = \cdots = \beta_k = 0 \; sabit \; varyans \; varsayımı \; geçerlidir.$$

$$H_1: \beta_2 \neq \beta_3 \neq \cdots \neq \beta_k \neq 0 \; sabit \; varyans \; varsayımı \; geçerli \; değildir.$$

şeklinde oluşturulur. White testinin test istatistiği yardımcı regresyon modelinin belirlilik katsayısı ile gözlem sayısının çarpımıyla elde edilmektedir. Hata payı ile (k-1) serbestlik dereceli ki-kare tablo değeri, hesaplanan test istatistiğinden büyük ise, H_0 hipotezi kabul edilir. Yani modelde heterokedasite olmadığı sonucuna ulaşılır.

4.3. AMPRİK ANALİZ

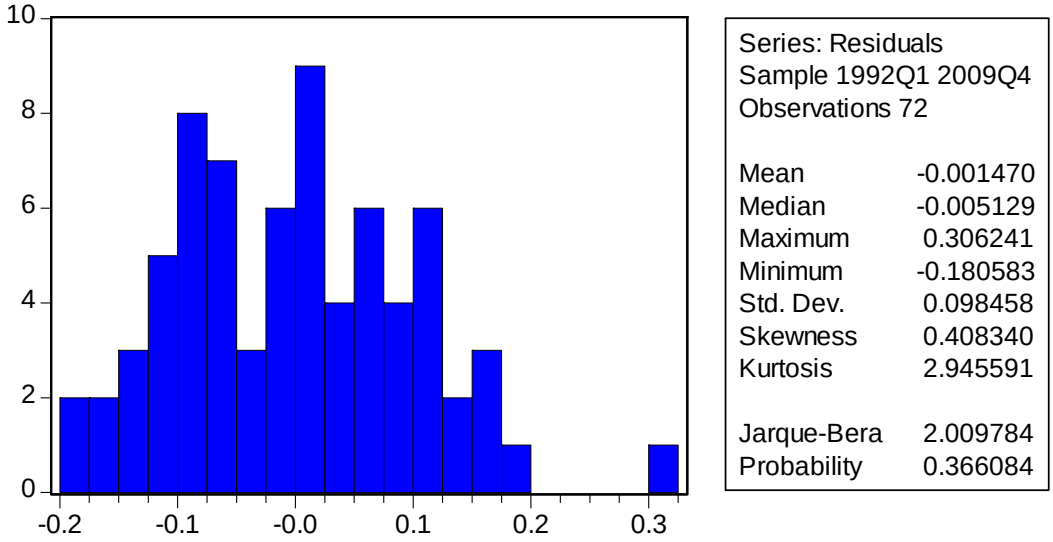
Türkiye için 1992:1 – 2009:3 dönemi içinde finansal serbestleşmenin para politikasına etkisini EKK (En Küçük Kareler) yöntemiyle araştırdığımız bu çalışmada, kurduğumuz ekonometrik modelimizin istatistiki sonuçları şu şekildedir;

$$TUFE = -0.903169FAO_{SA} - 1.129936TAO_{SA} + 0.769882M2Y_{SA} + 0.394654\ D94 + 0.324724\ D98 + 0.311357\ D01 + 0.005288\ D08 + 1.189562$$

Tablo 4.2: En Küçük Kareler Yöntemi Sonuçları

Dependent Variable: TUFE				
Method: Least Squares				
Date: 05/13/11 Time: 02:13				
Sample (adjusted): 1992Q1 2009Q3				
Included observations: 71 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.189592	0.099764	11.92406	0.0000
FAO_SA	-0.903169	0.478272	-1.888399	0.0636
TAO_SA	-1.129936	0.100728	-11.21775	0.0000
M2Y_SA	0.769882	0.265035	2.904833	0.0051
D94	0.394654	0.057541	6.858707	0.0000
D98	0.324724	0.063739	5.094625	0.0000
D01	0.311357	0.076825	4.052804	0.0001
D08	0.005288	0.106139	0.049825	0.9604
R-squared	0.921814	Mean dependent var		0.497497
Adjusted R-squared	0.913127	S.D. dependent var		0.351765
S.E. of regression	0.103680	Akaike info criterion		-1.589204
Sum squared resid	0.677224	Schwarz criterion		-1.334254
Log likelihood	64.41674	F-statistic		106.1104
Durbin-Watson stat	0.769456	Prob(F-statistic)		0.000000

Şekil 4.1: Normal Dağılım Sınaması ve Jarque-Bera Testi



Hata payı ile (k-1) serbestlik dereceli ki-kare tablo değeri, hesaplanan Jarque-Bera değerinden büyük ise, H_0 hipotezi kabul edilir. (k-1) serbestlik dereceli ki-kare tablo değerimiz 12,591'dir.

Jarque-Bera değeri (2,009784)< Ki kare Tablo Değeri (12,591)

H_0 Hipotezi kabul edilmektedir. Yani kurulan modelde hata terimleri normal dağılmaktadır.

White testinin test istatistiği yardımcı regresyon modelinin belirlilik katsayısı ile gözlem sayısının çarpımıyla elde edilmektedir. Hata payı ile (k-1) serbestlik dereceli ki-kare tablo değeri, hesaplanan test istatistiğinden büyük ise, H_0 hipotezi kabul edilir.

$$H_0: \beta_2 = \beta_3 = \cdots = \beta_k = 0 \; sabit \; varyans \; varsayımı \; geçerlidir.$$

$$H_1: \beta_2 \neq \beta_3 \neq \cdots \neq \beta_k \neq 0 \; sabit \; varyans \; varsayımı \; geçerli \; değildir.$$

Tablo 4.3: White Testi Sonuçları

White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	0.720743	Prob. F(10,60)		0.701773
Obs*R-squared	**7.614154**	Prob. Chi-Square(10)		0.666468
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/13/11 Time: 02:14				
Sample: 1992Q1 2009Q3				
Included observations: **71**				
Collinear test regressors dropped from specification				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.006893	0.031323	-0.220054	0.8266
FAO_SA	0.006755	0.071781	0.094106	0.9253
FAO_SA^2	-0.109975	0.984321	-0.111726	0.9114
TAO_SA	0.077002	0.090355	0.852220	0.3975
TAO_SA^2	-0.067189	0.064607	-1.039960	0.3025
M2Y_SA	-0.012908	0.075157	-0.171744	0.8642
M2Y_SA^2	0.018498	0.234663	0.078829	0.9374
D94	0.004182	0.008552	0.488938	0.6267
D98	-0.009612	0.008597	-1.118026	0.2680
D01	-0.003970	0.010615	-0.374038	0.7097
D08	-0.004769	0.014220	-0.335367	0.7385
R-squared	**0.107242**	Mean dependent var		0.009538
Adjusted R-squared	-0.041551	S.D. dependent var		0.013439
S.E. of regression	0.013715	Akaike info criterion		-5.599072
Sum squared resid	0.011287	Schwarz criterion		-5.248516
Log likelihood	209.7670	F-statistic		0.720743
Durbin-Watson stat	1.766350	Prob(F-statistic)		0.701773

Yardımcı modelimizde gözlem sayımız 71, belirlilik katsayımız ise 0.107242 olarak bulunmuştur.

White testinin test istatistiği;

$n * R^2 = 7.614154$ olarak hesaplanmıştır. (k-1) serbestlik dereceli ki-kare tablo değerimiz ise 16.9190'dır. Ki-kare tablo değerimiz, white testi test istatistiğimizden

büyük olduğu için H_0 hipotezimiz kabul edilir. Yani modelde heteroskedasiteye rastlanmamıştır.

Modelimizden elde ettiğimiz istatistiksel sonuçlara göre;

- ✓ Finansal açıklık oranındaki %1'lik artış TÜFE'yi % 0.903169 düşürmekte,
- ✓ Ticari açıklık oranındaki %1'lik artış TÜFE'yi %1.129936 düşürmekte,
- ✓ M2Y para arzındaki %1'lik artış ise TÜFE'yi %0.769882 arttırmıştır.

Türkiye'de 1992:1-2009:3 dönemi için yaptığımız modelimizden elde ettiğimiz sonuçlar, literatürde var olan sermaye hareketleri ile enflasyon oranı arasındaki negatif yönlü ilişkinin varlığını doğrulamaktadır.

SONUÇ

Bu çalışmada, Türkiye'de finansal serbestleşme sürecinin başlangıcından bu güne kadar finansal açıklığın para politikasına etkisi, ekonometrik bir analiz çerçevesinde incelenmiştir. 1992:1 – 2009:4 dönemini kapsayan çalışmamızın sonucunda, finansal açıklık ile enflasyon oranı arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. 1980'li yıllarda finans piyasalarında yaşanan hızlı değişimler ile birlikte parasal büyüklükler ile enflasyon gibi hedef değişkenler arasındaki ilişkinin bozulmasıyla, birçok ülke son yıllarda para politikası rejimlerini enflasyon hedeflemesine bağlamışlardır. Bunun yanı sıra, hızla artan uluslararası sermaye akımları ve sabit döviz kuru rejiminin enflasyonu kontrol altına almakta azalan başarısı enflasyon hedeflemesine geçişi hızlandıran diğer bir unsur olmaktadır. Bu nedenlerle yeni bir para politikası stratejisinin arayışıyla merkez bankaları ara hedef kullanmadan doğrudan enflasyon hedeflemesine yönelmişlerdir. Enflasyon hedeflemesi ilk olarak 1990 yılından Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Daha sonraları başta Kanada ve İngiltere olmak üzere birçok gelişmiş ülkelerde uygulanmış ve son yıllarda ise gelişmekte olan ülkelerde de tercih edilir bir para politikası stratejisi olmuştur.

Yaşanan Şubat 2001 krizinden sonra, Türkiye'nin de esnek döviz kuru sistemine geçmesi ve 2002 yılında para politika stratejisi olarak örtülü enflasyon hedeflemesine daha sonra gerekli koşullar oluştuğunda 2006 yılında enflasyon hedeflemesi stratejisini kabul etmesi, enflasyon oranlarının düşmesinde büyük katkı sağlamıştır.

Türkiye'de dış finansal serbestleşme sürecine ilk adım 1989 yılında 32 Sayılı Kararname ile atılmıştır. 1989-2002 dönemini incelediğimizde, finansal serbestleşmenin enflasyonun düşüşüne yönelik hiçbir katkısı olmamıştır. Fakat para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi stratejisinin belirlenmesi ve esnek döviz kuru sistemine geçilmesiyle birlikte, enflasyon oranlarında büyük düşüşler yaşanmıştır. Bu durumun birçok nedeni bulunmaktadır.

Öncelikle enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel ilkesi olan bağımsızlık ilkesi sayesinde, Merkez Bankası ve kamu arasındaki kredi ilişkisi ortadan kaldırılmış ve Merkez Bankasının temel hedefi fiyat istikrarı olarak kabul edilmiştir. Bununla

birlikte Merkez Bankası enflasyon hedeflemesinin gereği olarak sıkı para politikası uygulamakta ve temel politika aracı olarak ise kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Aynı zamanda Merkez Bankası, finansal serbestleşmeyle beraber artan sermaye girişlerinin, parasal taban üzerindeki etkilerini önlemek için sterilizasyon politikasına gitmektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisine uyumlu bir döviz kuru politikası olan esnek döviz kuru sistemi, enflasyonun düşüşüne katkı sağlayan bir diğer unsurdur. Bu noktada döviz kurunun aktarım mekanizması önem kazanmaktadır. Döviz kurları ile enflasyon arasındaki ilişkinin kuvvetli olmasının nedeni, enflasyon sepetinde dış ticarete konu olan malların yer alması ve üretimin ithal ara ve sermaye mallarına dayanıyor olmasıdır. Böylelikle döviz kuru hem ithal tüketim mal fiyatları yoluyla hem de üretim için gerekli olan ithal ara ve sermaye malları fiyatları yoluyla maliyetlere etki ederek, enflasyonda belirleyici rol oynamaktadır.

Bu bilgiler ışığında Türkiye'de sermaye girişlerindeki artışın enflasyon üzerindeki azaltıcı etkisi şu mekanizmayla açıklanmaktadır; artan sermaye girişinin kurlar üzerinde yarattığı etki ile Türk Lirası değerlenmeye başlamıştır. Türkiye'de üretimin ara ve sermaye malı ithalatına dayandığını göz önüne alırsak, TL'nin aşırı değerlenmesi sürecinin maliyetleri azaltarak, enflasyonda düşüş yarattığını söyleyebilmekteyiz. Bu noktada, sermaye girişini sağlayan yüksek faizlerin yarattığı maliyet artışı, ithal mal fiyatları yoluyla etkisiz hale getirilmektedir.

Sonuç olarak, finansal serbestleşmeyle birlikte artan sermaye girişi, enflasyon üzerinde düşürücü etki yaratmaktadır. Finansal varlıkların değerini düşüren ve piyasalarda risk primi olarak algılanan enflasyonun düşmesi için uygulanmakta olan politikaların, başta sermaye çevreleri tarafından desteklendiğini söylemek yanlış olmaz. 2001 Krizi sonrasında uygulanan sıkı para ve maliye politikaları sayesinde 2002-2009 döneminde gerek enflasyon ve faiz oranlarında gerekse kamu açıklarında ciddi düşüşler yaşanmıştır. Buna karşın ithalat artışıyla birlikte sürekli artan cari açık ve yüksek boyutlu sermaye hareketlerine maruz kalan finansal piyasalar, ekonominin kırılganlığını arttırmaktadır. Cari açığın, gayri safi milli hasılaya oranının 1995-1999 yılı ortalaması %1.04 iken bu oran 2002-2010 döneminde %4.35'e yükselmiştir.

Yani Türkiye ekonomisi enflasyonunu düşürürken, yüksek boyutlu bir cari açıkla karşı karşıya kalmaktadır. Aynı zamanda işsizlik oranının yıllar itibariyle artması ve duruma herhangi bir çözüm önerisi getirilememesi, bizi ekonomi politikasının sosyal yönünün zayıflığı sonucuna ulaştırmaktadır.

KAYNAKÇA

Afşar, Muharrem : **Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi**, Anadolu Üniversitesi Yayınları 1558, Eskişehir 2004

Ahmed, Abdullahi Dahir, Sardar M. N. Islam: **Financial Liberalization in Developing Countries**, Physica-Verlag A Springer Company, 2010

Aizenman, Joshua, Ilan Noy: " Endogenous Financial and Trade Openness", NBER Working Paper No. 10496, Mayıs 2004, Revised Ocak 2008

Akçay, Memduh Aslan : "Para Politikası Araçları : Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar", DPT Uzmanlık Tezi, Yayın No. 2483, Ekim 1997

Akdiş, Muhammed : **Para Teorisi ve Politikası**, 2. Baskı , Gazi Kitabevi, 2006

Akmeşe, Halil, Hüseyin Çetin: 2008 Dünya Ekonomik Krizinin Türkiye Ekonomisi ve Türk-Azeri Ekonomik İlişkileri Üzerindeki Etkileri, **Journal of Azerbaijiani Studies**, 2009, 105-117

Alma, Özlem G., Özgül Vupa: Regresyon Analizinde Kullanılan En Küçük Kareler ve En Küçük Medyan Kareler Yöntemlerinin Karşılaştırılması", **SDÜ Fen Edebiyat Fakültesi Fen Dergisi**, 2008, 3(2), 219-229

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

Atamtürk, Burak: " Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye'de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt23, Sayı 2, 2007, 75-89

Ateş, Davut : "Küreselleşme: Ne Kadar Boyutlu?", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 2006, 25-38

Bahçeci, Sema: "Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi", **DPT Uzmanlık Tezi**,Ankara,1997, http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/politika/bahcecis/istikrar.html

Bağımsız Sosyal Bilimciler Grubu: **2008 Kavşağında Türkiye: Siyaset, İktisat ve Toplum**, 1. Basım, Yordam Kitap:42, 2008

Bağımsız Sosyal Bilimciler 2006 Yılı Raporu: **IMF Gözetiminde On Uzun Yıl,1998-2008: Farklı Hükümetler, Tek Siyaset**, Haziran 2006, Ankara http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org

Ball, Laurence M. : "The Performance of Alternative Monetary Regimes", **NBER Working Paper** No. 16124, Haziran 2010

Bank of England : **"The Transmission Mechanism of Monetary Policy",** The Monetary Policy Committee,1999

Başoğlu, Ufuk : "Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları", **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 3, Sayı: 4, 2000, s.88-99

Begg, David; S. Fischer, Dornbursh: **Macroeconomics**, The Mcgrow Hill Companies, Berkshire, England , 5. Basım, Alkım Yayınevi, 1999

BDDK Çalışma Tebliği, Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları, Sayı:2, Nisan 2008, (Çevrimiçi), Mayıs 2010, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/4726K%C3%BCresel%20Finansal%20Yap%C4%B1%20ve%202007%20Y%C4%B1l%C4%B1%20Dalgalanmalar%C4%B1.pdf

Bekaert, Geert; R. Harvey Campbell, Christian Lundblad : " Does Financial Liberalization Spur Growth?" , **NBER Working Paper** No. 8245, Nisan 2001

Ben, Bernanke, Frederic S.Mishkin : "Inflation Targeting a New Framework for Monetary Policy ?", **NBER Working Paper** No. 5893, Ocak 1997

Ben, S. Bernanke, Mark Gertler. : "Inside The Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", **NBER Working Paper** No. 5146, Haziran 1995

Berument, Hakan, Nergiz Dinçer: "Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance in Emerging Markets?: The Turkish Experience", **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol. 40, No: 4, 2004, 20-32

Berument, Hakan, Burak Doğan (2002): **"** Openness and the Effectiveness of Monetary Policy: Empirical Evidence from Turkey**" Bilkent University Department of Economics Library** ANKARA

Binay, Sükrü, Kürşat Kunter: Türkiye'de Mali Liberalleşme Çabalarında MB'nin Rolü 1980-1997 , **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Yayınları**; 98/03, Ankara 1998

Boratav, Korkut: **Türkiye İktisat Tarihi 1908-2005**, 10. baskı, İmge Kitabevi, Eylül 2006

Boratav, Korkut: "Ekonomi ve Küreselleşme", **Emperyalizmin Yeni Masalı: Küreselleşme**, Ankara, 28 Mart 1996, 19-28

Bulut, Cihan: **Kamu Açıkları, Enflasyon-Faiz Oranı ve Döviz Kuru İlişkileri**, DER Yayınları, 2002

Canikoğlu, Meltem: **Liberalizm**, İZM'ler Serisi:3, İstanbul 1996

Christian, Pierdzioch: **" Capital Mobility, Consumtion Substitubility and Effectiveness of Monetary Policy in Open Economies"**, Kiel Working Paper, No:1110, (Çevrimiçi) www.blackwellsnergy.com Haziran 2010

Chossudovsky, Michel: **Yoksulluğun Küreselleşmesi**, Çev: Neşenur Domaniç, Çiviyazıları, İstanbul 1999

Çelik, Ali Vefa; Aysun Evrensel, Beril Eryol, Derya Yücel, Ebru Uzun, Nesrin İlhan, Özge Akıncı, Yüksel Görmez: **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları**, TCMB, Ankara, Şubat 2006

Çınar, Barış, Ömer Erdoğan, Tuğrul Gürgür, Tandoğan Polat: "Küresel Kriz, Etkileşim Kanalları ve Türkiye Ekonomisi", **TCMB Ekonomi Notları**, Sayı:2010-7, 10 Mayıs 2010

Çolak, Ömer Faruk: **Finansal Piyasalar ve Para Politikası**, Nobel Yayın Dağıtım, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 3. Baskı, Ankara 2001

Dağdelen, İlhan : "Liberalizasyon", **Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi**, Ankara 2004

Dinç, Evren : "Finansal Serbestleşme ve Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri" Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Tezi, Ankara 1999

DPT: "Ekonomik ve Sosyal Göstergeler 1950-2006, (Çevrimiçi), http://www.dpt.gov.tr/PortalDesign/PortalControls/WebIcerikGosterim.aspx?Enc=83D5A6FF03C7B4FCC41EB0226750A883 Mayıs 2010

DPT: "Küreselleşme, Bölgesel Entegrasyonlar ve Türkiye (Değerlendirme Raporu-Kitap 1)" , DPT Yayın No: 2374, ÖİK:439, Ankara, 1995a , (Çevrimiçi) http://www.dpt.gov.tr/DocObjects/Download/3338/oik439.pdf Mayıs 2010

DPT: "Dünya'da Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler (Alt Komisyonlar-Kitap 2)", DPT Yayın No: 2375, ÖİK:440, Ankara 1995b, (Çevrimiçi) http://www.dpt.gov.tr/DocObjects/Download/3338/oik440.pdf Mayıs 2010

DPT: "Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı", **Küreselleşme Özel İhtisas Komisyonu Raporu**, DPT:2544- ÖİK: 560 Ankara 2000, (Çevrimiçi) http://ekutup.dpt.gov.tr/dunya/oik560.pdf Mayıs 2010

Durusoy, Serap: "Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri", **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:18, 15-25

Eğilmez, Mahfi, Erkan Kumcu: **Ekonomi Politikası, Teori ve Türkiye Uygulaması**, 12 Basım Remzi Kitabevi, Ağustos 2008

Eğilmez, Mahfi: **Küresel Finans Krizi**, 2. Basım, Remzi Kitabevi, Aralık 2008

Emek, Uğur: "Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri" , **Rekabet Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 3, 2000

Enflasyonla Mücadele Programı Politika Metinleri Cilt I Temmuz 2000

Erarslan, Cemil; Yüksel Bayraktar, İ. Güran YUMUŞAK: **Küreselleşme Sürecinde Yeni Ekonomi ve İktisat Politikaları**, 1. Basım, Nobel Yayın Dağıtım, Mart 2009

Erçel, Gazi: "1998 Yılı Para Politikası", **TCMB Basın Toplantısı**, Ankara, 8 Ocak 1998

Eroğlu, Nadir : "Türkiye'de 1990'lı ve 2000'li Yıllarda Para Politikaları", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 2009, Cilt XXVI, Sayı 1, 23-42

Esen, Oğuz. : "Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt 8, Sayı,27 ,1997, s.31-45

Friedman, Benjamin M. : "Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No. 8057, Aralık 2000

Fischer, Bernhard, Helmut Reisen : "Towards Capital Account Convertibility", **OECD Development Centre Policy Brief** ,No. 4, 1992

Fischer ,Stanley: "**Fiyat İstikrarının Sağlanması**" , Çeviren: Hüseyin Şen, (Çevrimiçi) http://sites.google.com/site/paribustr/h_sen3.pdf Mayıs 2010

Gray, Simon, Nick Talbot : Monetary Operations, **Centre for Central Banking Studies Bank of England**, Handbooks in Central Banking No.24, Mart 2006

Gujarati, D. : **Temel Ekonometri**, Çev: Şenesen, Ümit, Gülay G. Şenesen, Literatür, İstanbul, 1999

Günal, Mehmet: "Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları", **İMKB Yayını**, İstanbul 2001

Güriş, Selahattin, Ebru Çağlayan: **Ekonometri Temel Kavramlar**, Genişletilmiş CD'li İkinci Basım, Der Yayınları:282,İstanbul, 2005

Halm, George N.: **Economics of Money and Banking**, The Irwın Series in Economics, Revised Edition, 1961

Hiç, Mükerrem: **Para Teorisi ve Politikası**, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 8. Baskı, Menteş Kitabevi, İstanbul 1992

Hirst, Paul; Grahame Thompson: **Küreselleşme Sorgulanıyor**, 2. Baskı, Dost Kitabevi, Mart 2000, Ankara

IMF: "Globalization and Inflation", World Economic Outlook, **World Economic and Financial Surveys**, Nisan 2006

Kara, A. Hakan, Musa Orak: " Enflasyon Hedeflemesi", **TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü**, Ekim 2008

Karaca, Orhan : "Enflasyon Hedeflemesi Gelişmekte Olan Ülkelerde Çalışır mı?", **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, 2006/12, Ekim 2006

Karabulut, Gökhan: "Finansal Liberalizasyon İktisadi Kriz İlişkisi", **İktisat Dergisi**, Sayı: 440, Ağustos 2003,77-80

Kasapoğlu, Özgür : "Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama", TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Şubat 2007

Kaya, Yasemin Türker: Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi, **DPT Yayınları** ,No:2487 Ağustos 1998

Kaymakçı, Oğuz: " Kavramsal, Kuramsal ve Tarihsel Açıdan Küreselleşmeye Giriş", **Küreselleşme Üzerine Notlar**, Nobel Yayın Dağıtım 1. Basım, Ankara 2007, 3-47

Kazgan, Gülten: **Tanzimattan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, Altın Kitaplar Yayınevi, 1999

Kazgan, Gülten**: İktisadi Düşünce veya Politika İktisadın Evrimi**, Remzi Kitabevi, 6. Basım, Mayıs 1993

Kepenek, Yakup, Nurhan YENTÜRK: **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi 17.Basım. MART 2005

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

Keyder, Nur: **Para: Teori, Politika, Uygulama** , 5. Basım, Ankara 1996

Korkmaz, Esfender: "Enflasyon Hedeflemesi ve Fiyat İstikrarı", **Gülten Kazgan'a Armağan Türkiye Ekonomisi**, İstanbul Üniversitesi Yayınları, 1.baskı, İstanbul, Ekim 2004, 311-318

Lane, Philip R., Gian Maria Milesi-Ferretti : "The External Wealth of Nations - Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries", **IMF Working Paper**, No. 99/115 http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp99115.pdf , Mayıs 2010

McKinnon, Ronald: **Money and Capital In Economic Development,** The Brooking Institution, Washington D.C., 1973

Minibaş, Türkel: "Liberalleşme Yolunda 80 Yıl", **İktisat Dergisi**, Sayı:440, Ağustos 2003,17-24

Mishkin, Frederic S.: "Globalization, Macroeconomic Performance, and Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No.13948, Nisan 2008

Mishkin, Frederic S.: "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", **NBER Working Paper** ,No. 7618, Mart 2000

Mishkin, Frederic S. : "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", **NBER Working Paper** ,No. 6965, Şubat 1999

Mishkin, Frederic S. : "The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy", **NBER Working Paper** ,No. 8617, Aralık 2001

Nemli, Melih: " Mali Liberalleşme: McKinnon-Shaw Yaklaşımı, Yapısalcı Yaklaşım ve Türkiye Deneyimi", **Hazine ve Dış Ticaret Dergisi**, Sayı:5, 1990/1, 58-64

Obstfeld, Maurice, Alan M. Taylor. : "Globalization and Capital Markets", **NBER Working Pape**r No. 8846, Mart 2002

Ongun, M. Tuba : "Finansal Globalleşme", Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Cilt: 4, Sayı: 9, 1993, s.35-46

Önder, İzzettin. : Küresel Kriz ve Türkiye Ekonomisi, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 42, 2009,12-25, (Çevrimiçi) http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=3&vtadi=TPRJ%2CTTAR%2CTTIP%2CTMUH%2CTSOS%2CTHUK&c=google&s_f=_5&detailed=1&keyword=99341 Mayıs 2010

Önder, Timur : " Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, **TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, Ankara, Mayıs 2005

Örnek, İbrahim **: "**Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi" , Maliye Dergisi, Sayı 156, Ocak-Haziran 2009, s.104-125

Özel, Saruhan: **Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz**, Denizbank Yayınları No:5, Aralık 2000

Özer, H. Gül: **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi; 1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği**, Genişletilmiş Doktora Tezi, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:189, Ankara 2006

Parasız, İlker: **Kriz Ekonomisi**, 2.Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Kasım 1996, Bursa

Parasız, İlker: **Para Teorisi ve Politikası**, Ezgi Kitabevi, 2007

Paya, Merih: **Para Teorisi ve Para Politikası**, 3. bs., Filiz Yayınevi, 2002 İstanbul

Pétursson, Thórarinn G. : " The Transmission Mechanism of Monetary Policy: Analysing The Financial Market Pass-Through", **Central Bank of Iceland Working Papers** No.14, Kasım 2001

Pruski, Jerzy, Piotr Szpunar: "Capital Flows and Their Implications for Monetary and Financial Stability: the Experience of Poland", **BIS Papers** No:44, 2008, 403-421

Romer, David: "Openness and Inflation", The MIT Press, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 108, No. 4 , Kasım, 1993, 869-903

Roger, Scott : "Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges", **IMF Working Paper** No.236 , Ekim 2009

Rogoff, S. Kenneth : " Globalization and Global Disinflation", **Federal Reserve Bank of Kansas City Conference,** Ağustos 2003, (Çevrimiçi) http://www.imf.org/external/np/speeches/2003/082903.htm Mayıs 2010

Savaş, Vural: **Iktisat Tarihi**, Siyasal Kitabevi, 4. Baskı, Ankara, 2000

Savaş, Vural: **Keynesyen İktisat Yıkılırken**, Filiz Yayınevi, İstanbul 1984

Serdengeçti, Süreyya : **Dolarizasyon / Ters Dolarizasyon** , TCMB, 3 Ekim 2005, Eskişehir

Serin, Vildan: **Para Politikası (Tarihi, Teorik Gelişmeler ve Türkiye Uygulaması)**, Marmara Üniversitesi Yayın No: 440, İstanbul 1987

Seyidoğlu, Halil: **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama,** Güzam Yayınları, Gelistirilmis 14.Baskı, Istanbul, 2001

Sönmez, Sinan: "Türk İktisat Politikalarındaki "Çıpa": Dış Borçlanma", **İktisat Üzerine Yazılar II: İktisadı Kalkınma, Kriz ve İstikrar, Oktar Türel'e Armağan**, Derleyen: A.H. Köse, Fikret Şenses, Erinç Yeldan, İletişim Yayınları, 1.Baskı, İstanbul, 2003, 305-361

Spiegel, Mark M.: " Financial Globalization and Monetary Policy Discipline: A Survey with New Evidence from Financial Remotenes", **Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series** 2008-10, Temmuz2008
http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2008/wp08-10bk.pdf

Stiglitz, Joseph E. : " Capital Market Liberalization, Globalization, And The IMF", **Oxford Review of Economic Policy**, Vol.20, No.1, 2004

Stiglitz, Joseph: **Küreselleşme: Büyük Hayal Kırıklığı**, Çev: Arzu Taşçıoğlu, Deniz Vural, Plan B Yayınları, İstanbul 2002

Sümer, Kutluk Kağan: "White'ın Heteroskedisite Tutarlı Kovaryans Matrisi Tahmini Yoluyla Heteroskedasite Altında Model Tahmini", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı:4, 2006, 17-24

Şahin, Hüseyin: **Türkiye Ekonomisi, Tarihsel Gelişimi, Bugünkü Durumu**, Yenilenmiş 10. Basım, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa ,2009

Şaylan, Gencay: "Küreselleşmenin Gelişimi", **Emperyalizmin Yeni Masalı: Küreselleşme**, 28 Mart 1996, Ankara

Şengönül, Ahmet; Metin Altıok, Rana Gürbüz: " Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi** , Cilt: 22, Sayı: 252, 2007, 26-48

Şenses, Fikret: "Neoliberal Küreselleşme Kalkınma için Bir Fırsat mı, Engel mi?", **ODTÜ Economic Research Center Working Paper** 04/09, Ankara 2004

TCMB: **Para Politikası Çıkış Stratejisi**, 14 Nisan 2010a, Ankara

TCMB: **Para Politikası Raporu,** Kasım 2001a

TCMB: **Para Politikası Raporu,** 2003a

TCMB: **Yıllık Rapor,** 2001b

TCMB: **Yıllık Rapor,** 2002

TCMB: **Yıllık Rapor,** 2003b

TCMB: **Yıllık Rapor,** 2004

TCMB: **Yıllık Rapor,** 2005

TCMB: **Yıllık Rapor,** 2007

TCMB: **Yıllık Rapor,** 2009a

TCMB: **Enflasyon Raporu-I,** 2009b

TCMB: **Enflasyon Raporu-III,** 2010b

TCMB: **TCMB Kanunu**, Kanun No:1211, Kabul Tarihi 14.01.1970

Tunç, Havva: "Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisi", **İSO Dergisi**, Nisan 2001,20-25

Tunç, Havva: **Uluslararası Ticaret, Para ve Finans**, Alfa Yayınları 1546, 1. Basım, 2004

Tutar, Eser : " Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye'de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi", **TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzman Yeterlilik Tezi**, Ankara, Ağustos 2005

Tytell, Irina, Shang-Jin Wei: "Global Capital Flows and National Policy Choices", **NBER Working Paper**,2005 , (Çevrimiçi) http://www.nber.org/~wei/data/tytell&wei2005/Tytell%20Wei%207-15-05.pdf Mayıs 2010

Uygur, Ercan : "Krizden Krize Türkiye : 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, No: 2001/1, 7 Nisan 2001

Uzunoğlu, Sadi; Kerem Alkin, Can Fuat Gürlesel: **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler Makro Ekonomik Etkileri**. İMKB Araştırma Yayınları No:6, 1995

Williamson, John, Molly Mahar: **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir inceleme**, Çev. Güven Delice, Liberte Yayınları, Ankara, Eylül 2002

Wu, Chung-Shu, Jin-Lung Lin: "The Relationship between Openness and Inflation in Asian 4 and G 7", Haziran 2006, (Çevrimiçi) http://dspace2.lib.nccu.edu.tw/bitstream/140.119/23231/1/wu%5B1%5D.pdf Mayıs 2010

WTO: Yıllık Rapor, 1998, (Çevrimiçi) www.**wto**.org/english/res_e/booksp_e/anrep_e/anre98_e.pdf Mayıs 2010

Wynne, Mark A., Erasmus K. Kersting: "Openness and Inflation", **Stuff Papers Federal Reserve Bank of Dallas**, No:2, Nisan 2007

Wyplosz, Charles : "How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?" **UNCTAD G-24 Discussion Paper Series**, Eylül 2001

Venet, Baptiste: "Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme: Literatüre Eleştirel Bir Bakış", Çev. Canan Özaltay, **İktisat Dergisi**, Sayı:440, Ağustos 2003, 60-70

Yay, Gülsün G. : " Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi", **İktisat Dergisi**, Sayı.470-471, Şubat-Mart 2006, s.3-17

Yeldan, Erinç: **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi; Bölüşüm, Birikim, Büyüme**, İletişim Yayınları, 11. Baskı, İstanbul 2005

Yentürk, Nurhan: **Körlerin Yürüyüşü**, Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler, Bilgi Üniversitesi Yayınları 2. Basım EKİM 2005

Yentürk, Nurhan : "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt 8, Sayı 27, 1997, s. 131-156

Yurt, Emel: **Dışa Açık Ekonomilerde Para Politikaları**, Filiz Kitabevi, İstanbul 2005