

**T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

124806

**FAİZ POLİTİKASI VE FİNANSAL SİSTEMİN
İSTİKRARI: TÜRKİYE DENEYİ (1980-2002)**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Ceyhun GADİROV

DANIŞMAN: DOÇ. Dr. UĞUR SELÇUK AKALIN

İSTANBUL, 2003

124806

**22. YÜZ YILLIK
KUTUPLARI**

İÇİNDEKİLER

TABLO LİSTESİ.....	IV
KISALTMALAR.....	V

1. GİRİŞ.....	1
---------------	---

2. FİNANSAL SİSTEMDEKİ GELİŞMELER	3
-----------------------------------	---

2.1 Finansal Sistemin Temel Özellikleri.....	3
2.2 Finansal Piyasalar.....	6
2.2.1 Para Piyasası.....	6
2.2.1.1 Para Piyasası Çeşitleri.....	7
2.2.1.2 Para Piyasası Araçları.....	8
2.2.2 Sermaye Piyasası.....	9
2.2.2.1 Sermaye Piyasası Çeşitleri.....	10
2.2.2.2 Sermaye Piyasası Araçları.....	11
2.3 Finansal Gelişme ve Ekonomi Üzerindeki Etkileri.....	12
2.4 Finansal Derinleşme.....	15
2.5 Finansal Serbestleşme.....	18
2.6 Finansal Entergasyon.....	25
2.7 Finansal Kriz.....	28

3. FİNANSAL SİSTEM VE FAİZ POLİTİKASI İLİŞKİSİ	34
--	----

3.1 Faiz Politikası.....	34
3.2 Faiz Oranı ve Vade Yapısı	38
3.3 Makroekonomik Büyüklükler ve Faiz Oranları İlişkisi.....	42
3.3.1 Faiz Oranları, Tasarruf ve Sermaye Birikimi.....	43
3.3.2 Faiz Oranları ve Yatırımların Üretkenliği.....	45
3.3.3 Faiz Oranlarının Sermaye Piyasasına Etkisi.....	49
3.4 Faiz Oranları ve Sermaye Hareketleri İlişkisi.....	50
3.4.1 Faiz Oranları ve Döviz Kuru İlişkisi.....	52
3.4.2 Sıcak Para Politikası.....	55
3.5 Faiz Oranları ve Enflasyon.....	59

İÇİNDEKİLER

TABLO LİSTESİ.....	IV
KISALTMALAR.....	V

1. GİRİŞ.....	1
---------------	---

2. FİNANSAL SİSTEMDEKİ GELİŞMELER	3
-----------------------------------	---

2.1 Finansal Sistemin Temel Özellikleri.....	3
2.2 Finansal Piyasalar.....	6
2.2.1 Para Piyasası.....	6
2.2.1.1 Para Piyasası Çeşitleri.....	7
2.2.1.2 Para Piyasası Araçları.....	8
2.2.2 Sermaye Piyasası.....	9
2.2.2.1 Sermaye Piyasası Çeşitleri.....	10
2.2.2.2 Sermaye Piyasası Araçları.....	11
2.3 Finansal Gelişme ve Ekonomi Üzerindeki Etkileri.....	12
2.4 Finansal Derinleşme.....	15
2.5 Finansal Serbestleşme.....	18
2.6 Finansal Entergasyon.....	25
2.7 Finansal Kriz.....	28

3. FİNANSAL SİSTEM VE FAİZ POLİTİKASI İLİŞKİSİ	34
--	----

3.1 Faiz Politikası.....	34
3.2 Faiz Oranı ve Vade Yapısı	38
3.3 Makroekonomik Büyüklükler ve Faiz Oranları İlişkisi.....	42
3.3.1 Faiz Oranları, Tasarruf ve Sermaye Birikimi.....	43
3.3.2 Faiz oranları ve Yatırımların Üretkenliği.....	45
3.3.3 Faiz Oranlarının Sermaye Piyasasına Etkisi.....	49
3.4 Faiz Oranları ve Sermaye Hareketleri İlişkisi.....	50
3.4.1 Faiz Oranları ve Döviz Kuru İlişkisi.....	52
3.4.2 Sıcak Para Politikası.....	55
3.5 Faiz Oranları ve Enflasyon.....	59

4. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SİSTEMLER İLİŞKİN DÜZENLEMELER VE FAİZ POLİTİKALARI

63

4.1 1980'den Önceki Dönem Uygulanan Güdümlü Faiz Politikası.....	63
4.2 1980'den Sonra Uygulanan Faiz Politikası ve Finansal Sistem Üzerindeki Etkileri....	65
4.3 Kurumsal Düzenlemeler ve Finansal Derinleşme.....	69
4.4 5 Nisan 1994 İstikrar Tedbirleri ve Sonrasında Türkiye Finansal Sistemindeki Gelişmeler.....	76
4.5 Global Finansal Krizlerin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri.....	81
4.5.1 Güneydoğu Asya Krizi ve Türkiye'ye Etkileri.....	81
4.5.2 Rusya Krizi ve Türkiye'ye Etkileri.....	85
4.6 2000 Sonrasındaki Finansal Gelişmeler ve İstikrar Arayışları.....	88
4.6.1 2000 Enflasyonu Düşürme Programı.....	88
4.6.2 2000 Kasım Krizi ve Sonrasında Finansal Gelişmeler.....	95
4.6.3 2001 Şubat Krizi.....	98

5. SONUÇ.....

100

KAYNAKÇA.....

102

TABLO LİSTESİ

- Tablo 1** : Ödemeler Dengesi Sermaye Hareketlerinden Seçilmiş Kalemler (1989-1995)
- Tablo 2** : Ödemeler Dengesinin Bazı Kalemlerindeki Gelişmeler (1997-1998)
- Tablo 3** : İnterbank Gecelik Faiz Oranları-Aylık Olarak (1999-2001)
- Tablo 4** : TCMB'nin Haftalık Döviz Rezervi, Milyon Dolar

KISALTMALAR

DİE	: Devlet İstatistik Enstitüsü
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
İMF	: International Monetary Fund
İSO	: İstanbul Sanayi Odası
İTO	: İstanbul Ticaret Odası
NİV	: Net İç Varlıklar
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TMSF	: Tasarruf Mevduat Sığorta Fonu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

GİRİŞ

Dünya ekonomisinin son yirmi yılında küreselleşme dinamikleri egemen olmuştur. Pek çok alanda etkisini gösteren bu süreç en belirgin biçimde finans ve döviz piyasalarını etkilemiştir. Globalleşme olgusu, mali piyasalarda belirgin etkisini, sermayenin ülkeler arasında rahatça hareket edebilmesiyle göstermektedir. Bu durum özellikle ekonomik yapısında yüksek getiri potansiyelli gelişmekte olan ülkelerin piyasalarına yoğun sermaye girişlerine neden olmaktadır. Bununla da, bu sermaye girişleri gelişmekte olan ülkelerin rekabete dayalı ekonomik sistemde, gelişmişlik düzeylerine ulaşmalarını amaçlamıştır. Ancak son dönemlerde bu ülkelerin bir çoğunda uygulanan ekonomik modeller (para ve maliye politikaları) beklenen sonuçları vermemiş, bu ülkeleri krize sürüklemiştir.

Bu modellerin uygulandığı ülkelerden biri olan Türkiye’de biz bunun sonuçlarını görmekteyiz. İMF ve Dünya Bankası gibi kredi veren kuruluşların da desteklediği, ekonomik kalkınma modelleri; dış ticaretin liberalize edilmesi, Kamu İktisadi Teşebbüslerin özelleştirilmesi, bütçe dengesinin sağlanması, kamu harcamalarında kısıtlamaya gidilmesi, enflasyonun ve faiz oranlarının aşağı çekilmesi, döviz kurunun sabitlenmesi şeklinde özetlenebilir. Ama gördüğümüz kadarı Türkiye’de uygulanmaya çalışılan bu istikrarlı büyüme politikaları sonuna kadar uygulanamamış ve başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Türkiye ekonomisinin istikrarsızlığa sürüklenmesine ve rant ekonomisine dönüşmesine, hepsinden ötesi üretim olmadan büyüme ve kayıt dışı ekonomiyle yapay göstergeleri, günü kurtarma politikaları bugünkü ekonomik tabloyu doğurmuştur. Özellikle, bütçe açıklarının kapatılması amacıyla yüksek faizli kamu borçlanması, kamu bankalarının bu açıklarda kullanılması, finansal sistemi kısır döngeye sokarak, reel sektöre kredi veremez duruma getirmiştir. Reel sektör bundan etkilenerek, üretim yapamaz hale gelmiştir.

Bu çalışmanın esas konusu Türkiye’de uygulanan faiz politikaları ve bu politikaların finansal sistemi istikrara taşımasında ne kadar etkili kullanılmasıdır.

İlk bölümde, finansal sistemin temel özellikleri, finansal serbestleşmenin boyutları ve kriz olgusu ele alınmaktadır.

Finansal sistemle faiz politikasının ilişkisinin incelendiği tezin ikinci bölümünde faiz kavramına açıklık getirilmekte ve faiz oranlarının makroekonomik büyüklükler üzerindeki etkileri ele alınmaktadır.

Üçüncü bölümde, Türkiye’de yapılan finansal sisteme ilişkin düzenlemeler ve faiz politikalarının etkinliği ele alınmaktadır. Türkiye ekonomisi 1980’den sonra yapılan finansal serbestleşmeyle, tıpkı diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu sermaye akımlarının etkisine girmiştir. Özellikle, kısa vadeli sermaye ve portföy akımlarının girip çıktığı bir ortamda bunların para-maliye ve faiz-döviz kuru politikaları üzerindeki etkileri izlenmiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri Türkiye’de faiz ve döviz politikalarının etkili bir biçimde kullanılmadığını göstermiştir.



2. Finansal Sistemdeki Gelişmeler

2.1 Finansal Sistemin Temel Özellikleri ve Yapısı

Finansal piyasalara fon sunan yatırımcılar, fon talep eden bireyler ve işletmeler, bunların piyasaya sundukları finansal varlıklar ve aracı kurumlar bir bütün olarak “Finansal Sistemi” oluşturur.¹

Finansal sistemin var olabilmesi için; bir yandan tüketimlerinin üzerinde gelire sahip olma bireylerin, biriktirdikleri tasarrufları doğrudan reel varlıklara yatırma veya başka amaçlarla kullanma yerine finansal sistemde yer alan piyasalara arz etmeleri, bir yandan da bazı bireylerin tüketim ve yatırım amaçları ile gelirlerinin üzerinde harcama yapmaları ve gelir açıklarını finansal piyasalardan karşılamayı talep etmeleri gerekir.

Finansal sistemin yokluğunda servet sahipleri tüm varlıklarını para, dayanıklı mallar, fiziksel sermaye ya da doğrudan ihtiyaç sahiplerine borç verme şeklinde kullanacaktır. Bunların her birinin avantajlı ve avantajlı olmayan yönleri vardır. Örneğin, elde para tutmak en az çabayı gerektirir. Genelde bir çeşit gelir olan parayı bu şekliyle saklamak enflasyon ortamında yarar sağlamaz. Çünkü paranın satın alma gücü giderek zayıflamaktadır. Bu nedenle gelecek hakkındaki fiyatlar genel düzeyi ile ilgili belirsizlik para şeklinde servet tutmayı şüpheli konuma sokmaktadır.²

Finansal sistem olmaması durumunda ellerinde fon fazlası olanlarla fon açığı bulunanlar doğrudan birbirleriyle ilişkiye girmek zorundadırlar. Bu tür ilişkinin maliyetli olduğu veya fizibil olmadığı genel kabul görmektedir. Firmalar sık sık kapasitelerini büyötmeyi hedeflerler. Bunu yaparken ihtiyaç duydukları fon için birden çok sayıda doğrudan ilişki kurabileceği servet sahibini aramak zorunda kalacaklardır.

Böylece finansal sistem, fonların etkin ve kesintisiz bir şekilde kullanımının sağlanması ve tasarrufu teşvik ederek sermaye birikiminin sağlanması fonksiyonlarını üstlenmiş olmaktadır. Tasarrufların gelir getiren pozitif yatırım alanlarına

¹ BAŞOĞLU Ufuk, “Finans, Teori, Kurum, Uygulama” Ekin kitabevi, Bursa, 2001 s 2

² PARASIZ, M.İlker, “Uluslararası Finansman” Bursa 1991, Ezgi Kitabevi, s 4

dönüştürülmesi, bireylerdeki tasarruf eğilimini arttırmakta, tasarrufların verimli yatırım alanlarına kullanılması ise hızlı büyümenin kaynağını oluşturmaktadır.³

Bu bakımdan ekonomiye kaynak aktarımını hızlandırmak, finansal sistemin tüm unsurlarıyla işlerlik kazanması halinde mümkün olabilecektir. Finansal sistemin unsurları ise sıralanabilir.

a- Tasarruf Sahipleri: Tasarruf sahipleri hane halkı denilen tüketiciler, iş hayatında faaliyet gösteren özel sektör ve kamu sektörüdür. Tasarruf sahipleri bu fonları, harcamamanın mükafatı olarak bir getiri sağlayacak şekilde değerlendirirler. Bunu da finansal aracılar kanalıyla fon talep edenlere kullanıma sunarak gerçekleştirirler.

b- Yatırımcılar: Nihai yatırımcılar hane halkı iş dünyasını oluşturan firmalar ve hükümetlerdir. Firmalar, hem çalışma sermayesine hem de sabit sermayeye yatırım yapmak için yeteri kadar özsermayeye sahip olmadıklarından fon talebinde bulunurlar.

c- Finansal Araçlar: Finansal sistemde fon sunan ekonomik bireyler, bu fonları, talep edenlere devretmeleri karşılığında fon talebinde bulunanlardan bir belge almaktadırlar. Bu belgeye “finansal araç” veya finansal varlık denilmektedir. Dolayısıyla fonların sahiplik ve el değiştirmeleri noktasında bir belge olarak finansal araçların ortaya çıkması kaçınılmaz olmaktadır. Finansal araçlarla fonları toplama işlemi ve bu işlemleri hızlandırmak ve toplanan fonları artırmak amaçlanmaktadır.

Finansal araçların varlığı, finansal sistemde yer alan piyasaları mal ve hizmet piyasalarından ayıran unsurdur. Çünkü mal ve hizmet piyasalarında onlar bir satın alma veya kiralama aracı olarak kullanılırken, finansal piyasalarda bizzat fonlar için talepte bulunmaktadır.

d- Finansal Aracı Kurumlar: Ödünç fon almak isteyen ekonomik birimler, çıkardıkları finansal araçları doğrudan doğruya veya dolaylı olarak satarak fon talep ederler. Finansal aracıların ekonomiye sağladıkları en önemli katkı, fon akışını düzenli ve ucuz olarak tasarruf sahiplerinden son kullanıcılara veya projelerini finanse etmek isteyen girişimcilere aktarmaktır. Finansal aracılar, bireyler için çekici olmayan finansal

³ SARIKAMIŞ Cevat, “Sermaye Pazarları” İstanbul 1995, Alfa Basım Yayın Dağıtım, s 14

varlıkların şeklini veya içeriğini değiştirmek ve kendi sorumlulukları altına almak suretiyle daha geniş kullanıcı kitlesinin tercih etmesini sağlarlar.⁴

Finansal aracı kurumlar dolaylı finansman noktasında rol alan müesseseler olmaktadır. Tasarrufların tamamı finansal aktif şeklinde tutulmayıp bir kısmı para ve benzeri şekillerde tutulursa, tasarruf, yatırım eşitliği sağlanamayacaktır. İşte bu dengesizliğin ortadan kaldırılmasından finansal aracı kurumlar rol almaktadır.

Finansal aracı kurumların tasarruf-yatırım projesine etkileri arasından para talebi oranının azaltılması da yer almaktadır. Aracı kurumların fonksiyonları gelişmekte olan ülkeler için daha çok önem arz eder.⁵

e- Kurumsal Düzenlemeler: Finansal sistemdeki taraflar yeni fon talep ve arz edenler, aracı kurumlar ve finansal araçlarla ilgili düzenlemeler finansal sistemin hukuki ve idari yapısını oluşturmaktadır.

Finansal sistemle ilgili gerekli düzenlemelerin yapılıp-yapılmamasına göre kurumsallaşmanın yeterli olup-olmadığı söylenebilir. Bir ülkenin gelişmesi için sermayeye gerek olduğu kadar, var olan sermayenin etkin ve rasyonel kullanılması da önemlidir. Hem sermaye artırımını, hem de var olan sermayenin etkin ve rasyonel kullanımı için organize olmuş yani kurumsallaşmış bir finansal sistemin varlığı gereklidir.

Kurumsallaşmanın yetersiz olduğu ve uzmanlaşma aşamasına geçememiş bir finansal sistemde ise, kalkınmanın finansmanı için gerekli fonlar oluşturulamazken, ekonomide yaratılan fonlar ise, etkin ve rasyonel kullanım alanlarına sevk edilmeyerek klasik yatırım araçlarına (gayri menkul, altın ve döviz) yönelecektir. Öte yandan ekonominin dinamik sürecine uygun gerekli finansal düzenlemelerin yapılmamış olması, boşluğu doldurmak üzere, legal olmayan finansal aracı kurumların ortaya çıkmasına neden olur. Bu durum tasarrufların etkin ve rasyonel kullanımına olumsuz etkide bulunacaktır.⁶

Bu bakımdan finansal sistemin gelişmiş veya gelişmemiş olması, ekonomik gelişme açısından servet, işgücü, hasıla ve gelir ifadeleri kadar önem arz eder. Yani

⁴ ARAS, Osman Nuri, “Para Talebi, İkamesi ve Finansal Gelişme”Bakü 2000, s 156

⁵ SARIKAMIŞ Cevat , s21

⁶ KORUYAN Adil, “ Sermaye Piyasasında Kurumlaşma Düzeyi” SPK Ankara 1996, s162

finansal sistemin gelişmiş ekonomik gelişmeyi hızlandırırken, finansal sistemin gelişmemesi ise ekonomik gelişmeyi geciktirmektedir. Böylece finansal sistemle ilgili gerekli düzenlemelerin yapılmasının ayrı bir önem taşıdığı görülmektedir.

2.2 Finansal Piyasalar

Finansal sistemde faiz oranlarının kredi ve katılma olanaklarının farklı olduğu çeşitli piyasalar vardır. Finansal piyasalar tasarruf fazlası olan kişilerin, tasarruflarını, tasarruf açığı olan kişilerin kullanımına sundukları piyasalardır. Finansal piyasalar, fiyat oluşturma, varlıkların likiditesini artırma ve el değiştirme maliyetlerini düşürme gibi fonksiyonlara sahiptir⁷. Bu maliyetler işlem, araştırma ve bilgi edinme maliyetidir. Finansal piyasalar kullanılan araçlara, kullanılan araçların vadelerine, yapılan işlemlere ve belirli bir pazar yerinin olup olmamasına yani örgütlenmiş olup-olmamasına göre sınıflandırılabilir. ⁸ Aşağıda, finansal piyasalar, vadelerine göre dikkate alınarak, para piyasası ve sermaye piyasası alt başlığı altında incelenecektir.

2.2.1. Para Piyasası

Vadeleri bir yıla kadar olan fon (menkul kıymet ve kredilerin) arz ve talebinin karşılaştığı piyasaya para piyasası denir. Yukarıdaki tanımın ötesinde kavramı anlama bakımından para piyasasını özellik ve nitelikleri şöyle sıralanabilir.

- Para piyasası kısa vadeli menkul kıymet ve kredilerden oluşur. Bu vade 1, 3, 6, 9 aylık olabilir. Her halde vade bir yılı aşamaz. Para piyasasını diğer piyasalardan ayıran en önemli fark kısa vadeli fonların karşılaştığı piyasa mekanizması olmasıdır.
- Para piyasasını kaynakları tasarruf sahiplerini birikimleri ve bankalardaki çeşitli mevduatlardır. Para piyasası daha çok iç kaynaklardan beslenmesine karşın dış kaynaklar da söz konusu olabilmektedir. Özellikle günümüzde dış ticaretin uluslar arası

⁷ BAŞOĞLU Ufuk, s 3

⁸ SARIKAMIŞ Cevat, S 6

ilişkilerde yoğunluk kazanmasıyla ulusal kredi, işlemleri yanında uluslar arası kredi kavramı ve çıkarımlar giderek önem kazanmıştır. Dünya bankacılık sisteminin gelişmesi, yoğun rekabet ortamı ve yurtiçi kaynak maliyetlerinin yüksek olması nedeniyle bankalar ile büyük işletmeler dış finansal piyasalardan fon sağlama girişiminde bulunmaktadırlar.

- Borçların geri ödememe riskini düşük olduğu para piyasasında, vade kısa olduğu içinde sermaye piyasasına oranla faiz oranı düşüktür. Öte yandan para piyasasından ödünçlerin paraya dönüştürülme maliyeti de düşüktür.
- Özellikle enflasyonun yüksek ve kredi mevduat faiz oranlarını devamlı yüksek olduğu ekonomilerde para piyasası her zaman ön plana çıkmaktadır. İşletmeler böyle ekonomik dönemlerde, geleceğin belirsizliğinden dolayı kısa vadeli programlar geliştirmek zorunda olduklarından para piyasasında yönelmektedirler.

2.2.1.1. Para Piyasası Çeşitleri

Para piyasası örgütlenmiş ve örgütlenmemiş olarak ikiye ayrılabilir. Banka sistemi örgütlenmiş para piyasasını oluşturur. İşletmelerin nakit ihtiyacı çoğunlukla ticari bankalar tarafından karşılanır. Bankalar dışındaki bazı kuruluşlar ve kişilerde bazen işletmelere kısa vadeli fon sağlamaktadırlar. Tefeci piyasalar da bu piyasa içinde yer alır. Bu piyasa yasal düzenlemelerin dışında kaldığı için kara piyasa ya da kara borsa olarak da adlandırılmaktadır. Örgütlenmemiş piyasalarda faiz oranı örgütlenmiş piyasalara göre aşırı derecede yüksektir.

Örgütlenmemiş piyasalar ayrıca, gelişmiş ekonomilerin sanayi işletmeleri arasında araya bankalar sokulmaksızın yapılan kısa süreli para ticaretini de kapsamaktadır.

2.2.1.2. Para Piyasası Araçları

Para piyasası araçları ticari senetlerdir. Ancak açık krediler de para piyasasında araç sayılabilir. Para piyasası araçlarını likidasyonları yüksektir. Vadenin kısa olması nedeniyle bu piyasada alınıp satılan borç alacaklarını arz fiyatlarında fazla bir

dalgalanma olmaz. Dolayısıyla para piyasası araçlarının (kredi ve borçların geri ödenmeme) riski düşüktür.

İşlem türüne göre para piyasası araçları mevduat, hazine bonosu, mevduat sertifikası, finansman bonosu, repo-ters repo, varlığa dayalı menkul kıymet ve banka bonosudur.

Mevduat- İstendiği zaman veya belli bir vade sonunda geri almak üzere bankalara verilen paraya mevduat denir. Paranın elde tutulması yerine mevduat şeklinde tutulması, tasarruf sahiplerine ödeme kolaylığı sağlamasının yanısıra, Türkiye gibi bir çok ülkede faiz getirisi de sağlamaktadır.

Hazine Bonoları- Bütçe açığını finanse etmeye yönelik olarak bir ülkenin hazinesi tarafından çıkarılan borç senedi olan hazine bonosu, genellikle 3; 6; 9 ve 12 ay vadelidir. Alım satımları para piyasalarında işlem hacmi yönünden en yüksek tutarlara ulaşan, kolayca satın alınabilen ve yine kolayca paraya dönüştürülebilen bir araçtır. Hazine bonolarına uygulanan faiz oranları para piyasası faiz oranlarına uygulanan faiz için bir göstergedir.

Mevduat Sertifikası- Bankalar tarafından, mevduat sahiplerine satılan ve bir borç senedi olan mevduat sertifikaları, genellikle bir yıl veya daha kısa vadelidir. Mevduat sahibinden belirli vade ve faiz oranı ile borç olan banka, bu borcunu hamiline yazılı bir sertifika ile belgelemektedir. Bu belge rahatlıkla tedavül etmek ve bankalara devredilmektedir. Dolayısıyla mevduat sertifikası da hazine bonosu gibi likittir.

Finansman Bonosu- Daha ziyade büyük bankalar ve tanınmış şirketler tarafından çıkartılmış kısa vadeli borç aracıdır. Banka kredilerinin yüksek maliyeti dolayısıyla şirketlere aracısız doğrudan finansman sağlama imkanı verilmek üzere ihdas edilmiş bir araçtır. Finansman bonolarını tahvilden daha kısa vadeler için çıkartılabilmesi bu aracı faiz iniş-çıkışlarına karşı daha fazla korumakta ve bu yönüyle şirketleri daha az riske etmektedir.⁹

Repo- Belirli bir vade sonunda belirli bir faiz ya da fiyatla geri almak taahhüdü yapılarak gerçekleştirilen tahvil satış anlaşmasıdır. Bu yöntemle bir finansal kuruluş ya da banka, yatırımcı kuruluş ya da kişiye menkul satmakta ve bu menkul kıymetleri satış

⁹ PARASIZ, M.İlker, “Para, Banka ve Finansal Piyasalar” Ezgi Kitabevi, Bursa 2000, s84

anında belirlenen fiyat üzerinden belli bir süre sonra geri satın almayı taahhüt etmektedir. Vadesi 1 gece, 1 gün ya da 1 yıl olabilir.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (VDMK)- Firmalar ve bankaların alacaklarını karşılık göstererek çıkardıkları, belirli bir faiz içeren ve alacakların vadesinden önce paraya çevrilmesine olanak veren menkul kıymetlerdir. VDMK’lerde asıl amaç, işletmelerin veya bankaların kredilerin, bilançolarını pasifindeki yabancı kaynakları ile finanse etmek yerine, menkul kıymetleştirilen aktiflerin sağladığı nakit akımlarını devreye sokmaktır.

2.2.2 Sermaye Piyasası

Fon ihtiyacı olan ekonomik birimlere borç ve öz kaynak gibi orta ve uzun vadeli fonlar sermaye piyasası vasıtasıyla karşılanır. Dolayısıyla sermaye piyasası, menkul kıymetler yoluyla, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin yardımcı kuruluşlar aracılığıyla karşılaştığı finansal piyasaya denir. Sermaye piyasası, kısa vadeli fonların uzun vadeli yatırımlara kanallize edilmesi noktasında da önemli fonksiyon görmektedir. Sermaye piyasasında vade uzun ve risk yüksek olduğundan dolayı faiz oranları, para piyasasına göre daha yüksektir. Sermaye piyasasının varlığı için öncelikle fon arz fon talep eden ekonomik birimlere gerek vardır.

Anonim ortaklıklar ve kamu sektörü fon talep eden ekonomik birimlerin başında gelir. Anonim ortaklıklar uzun vadeli veya devamlı fon sağlamak amacıyla menkul kıymet ihracında bulunurlar. Bu tür menkul kıymet ihracı sermaye piyasasında fon talebinin önemli bir bölümünü oluşturur.¹⁰ Fon arz eden ekonomik birimler ise sermaye piyasasına kaynak sağlayan birimlerdir.

Sermaye piyasasını finansal sistem içindeki fonksiyonları şöyle sıralanabilir:

- Sermaye piyasası, tasarruf sahipleriyle orta ve uzun vadeli fon talep eden kuruluşlar arasındaki ilişki ve iletişim kurulmasına, sermayenin mobilizasyonunda aracılardan ortadan kalkmasına veya fonksiyonların azalmasına imkan hazırlar, küçük tasarrufların doğrudan doğruya ve daha süratle yatırımlara aktarılmasına imkan sağlar. Bankalar yoluyla küçük tasarrufların yatırımlara aktarılması daha karmaşıktır.

¹⁰ CİVAN Mehmet, “Türk Sermaye Piyasasındaki Gelişmeler”T.B.B. Ankara 1994, s20

Dolayısıyla sermaye piyasası ekonomik kalkınmanın hızlanmasına ve sağlıklı finansman kaynaklarına kavuşturulmasına yardımcı olur.

- Enflasyonist ortamda, küçük sermaye sahipleri paralarına gelir sağlamak kadar sermayeye değer artışı sağlamak, en azından sermayenin, değerini yitirmesine engel olması ister. Bu da ancak hisse senedi ile mümkündür.
- Para piyasasına göre daha düşük maliyetle fon salaya bilmektedir.

2.2.2.1. Sermaye Piyasası Çeşitleri

Sermaye piyasasını oluşturan alt piyasalar; işlem gören menkul kıymetin piyasaya ilk kez arz edilmiş olup-olmamasına, kurumsal piyasa yerini olup, olmamasına, piyasanın coğrafi genişliğine, piyasada alınıp satılan değerlerin türüne ve menkul değerlerin orijine göre sınıflandırıldığı görülmektedir.¹¹

Sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerin piyasada ilk defa arz edilmiş olup olmamasına göre sermaye piyasası birincil ve ikincil piyasalar olmak üzere sınıflandırılmaktadır.

Birincil Piyasalar: Fon talep eden firmaların ve kamunun ihtiyaç duyduğu fonları sağlamak için fon arz edenlere, doğrudan doğruya veya aracılık eden kurumlar vasıtasıyla ihraç ettikleri finansal araçları ilk defa satışa sundukları piyasalara birincil piyasa denir. Dolayısıyla bu piyasalar “yeni ihraç” piyasalarıdır.

İkincil Piyasalar: İşletmelerin “yeni ihraç” ettiği finansal araçları elinde bulunduran tasarruf sahipleri, bu araçları, vade sonuna kadar bekletmeyerek, ellerinden çıkarmak isteyebilir. Bu durumda finansal araçların ikinci defa el değiştirmesiz söz konusudur. Bu tür işlemlerin yapıldığı piyasalara ikincil piyasalar denir.¹²

Finansal araçlardan hisse senetlerinin hiçbir zaman tahvillerin ise vadesinden önce, bu finansal aracı çıkaran kuruluşa geri satmaları mümkün olmadığından, elinde

¹¹ A.g.e s 24

¹² SARIKAMIŞ, Cevat, s 8

bulunduran yatırımcının finansal aracı paraya devirmesinde ikincil piyasalar önemli bir işlev görmektedirler.

2.2.2.2. Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasasındaki finansal araçlara genelde menkul kıymetler denilmektedir. Sermaye piyasasında da para piyasasındaki gibi bir enformasyon sorunu ve kredi faiz oranı ve likidite riski vardır.

Sermaye piyasası araçlarında talebin artabilmesi, tasarruf sahiplerinin menkul kıymetlere ilgilenirini artabilmesine bağlıdır. Böyle bir ilgi ile gayrimenkul, altın ve döviz gibi başka alanlara yöneltilmiş tasarrufların sermaye piyasasına çekilmesi mümkün olabilir. Sermaye piyasası araçlarını talep edecek tasarruf sahiplerini önem verdiği konular, verim, likidite vade ve risktir.

Bir yıl ve daha uzun vadeli olan sermaye piyasası araçları, sabit getirili ve değişken getirili araçlar olarak sınıflandırılabilir.

Sabit getirili sermaye piyasası araçları tahvil ve tahvil türevleridir. Tahvil türevleri kara iştirakli tahvil, hisse senediyle değiştirilebilir tahvil ipotekli borç senedi, banka garantili bonolar ve gelir ortaklığı senedidir. Değişken getirili sermaye piyasası araçları hisse senedi ve hisse senedi türevleridir. Hisse senedi türevleri kar-zarar ortaklığı belgesi ve katılma intifa senedidir.

2.3 Finansal Gelişme ve Ekonomi Üzerinde Etkisi

Finansal gelişme, finansal piyasaların derinleşmesi, liberalizasyonu ve entegrasyonu olarak değerlendirilebilir.

Finansal gelişmişliğin kriterleri olarak ise; işlem hacmi, finansal piyasalara gelen yurtiçi tasarrufların GSMH'ya oranı, yerel yatırımcı ve kurumsal yatırımcı tabanı, türev piyasaların varlığı, finansal araçların çeşitliği, akışkanlık, yoğunlaşmalar, dışa açıklık derecesi, teknolojik altyapı gibi kriterler kullanılmaktadır. Finansal gelişme

kredi tahsisatı ve faiz oranlarının ayarlanmasında aracı olan devletin mali piyasada yarattığı bozulmaları ortadan kaldırma ya da esasen azaltma süreci olarak tanımlanır.

Reform politikalarının etkisini ya da başarısını, finansal sistemde en iyi gösteren oranlar M2 ve M3'ün GSMH'a oranıdır. Bu orandaki artış, finansal gelişmenin bir sonucu olarak bankalara veya banka olmayan kurumlara ait finansal aktiflerdeki büyümeyi gösterir. Bununla birlikte bu gösterge, eğer sermaye hesaplarını serbestleşmesini ve pozitif faiz oranlarını bir sonucu olarak kısa dönemli yabancı tasarrufları da içine alıyorsa yanıltıcı olabilir. Kısa dönemli sermaye girişlerini bir sonucu olarak artan bu oranlar, eğer girişleri dengeli ve yurtiçi finansal sistem tarafından verimli bir şekilde yayılması sağlanıyorsa, finansal sistemin uzun dönemli gelişimini de temsil edebilir.

M2/GSMH ve M3/GSMH oranlarından başka finansal gelişme politikalarını başarısını gösteren en az dört gösterge daha vardır. Bunlardan birincisi, faiz oranlarının pozitif ve dengede kalması ile ilgilidir. İkincisi, finansal sistemde rekabetin artması finansal gelişmişliği gösterebilir. Reform politikaları sonucu, yabancı bankalar iç piyasaya girip, bankaların oligopolist yapısını engellemeye çalışacaktır. Üçüncüsü ise; bankalarda, banka olmayan kurumlarda ve sermaye piyasalarında, uzun dönemli kredi arzlarında bir artış ve uzun dönemli mevduatların muntazam karşılıklarında düşüş olması finansal gelişme politikalarını başarısını gösterebilir. Fon olarak da finansal sistemde aracılık maliyetlerini düşük olması bir gösterge olarak kabul edilebilir.

Finansal gelişme tedrici bir süreç ya da baskıları birdenbire ortadan kaldıran bir süreç olabilir. Mali yapılar, makroekonomik koşullar, yürütülen ya da planlanan finansal gelişme politikalarında kullanılan yöntem ve stratejiler her ülke için aynı olmayabilir. Finansal gelişme ile ilgili literatürde, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkilerini ele alan ampirik çalışmaları, her ülke grubu için (sözgelimi Latin Amerika ve Asya gibi) farklı sonuçlara ulaştıkları görülmektedir. Finansal gelişmenin, finansal piyasaların derinleşmesi ve liberalizasyonu ile sağlanabileceğini ve bu amaçla oluşturulan finans kesimi reformlarının hızlı bir şekilde uygulanması gerektiğini savunan Yeni Klasik Liberal görüşe karşılık, özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişme ve ekonomik kalkınmanın her zaman finansal derinleşme ve

serbestleşme ile mümkün olmayacağını ileri süren yeni yapısalcı ve yeni keynezyen görüşler de bulunmaktadır.¹³

Kaynak yetersizliği sorununun çözümünde, ekonomik büyümeye hız kazandırmada ve istikrarın yeniden sağlanmasında, tasarruf yolu ile kalkınmaya kaynak yaratılmasında, ekonomiyi uluslararası sermaye akımlarına açacak, bir başka anlamda finans piyasalarında krizler yaratan müdahaleci politikalar yerine serbestiyi, maliyeti düşürücü rekabeti sağlayacak yeni düzenlemelere gidilmektedir.¹⁴

Sanayileşme sürecinde artan tasarruf oranları ile yaratılan kaynağın ekonomide en verimli alanlara, gerçek yatırımlara kanalize edilebilmiş için ekonomi içinde iyi işleyen finans piyasalarına ihtiyaç bulunduğu, özellikle yatırımların finansmanında etkin işleyen bir sermaye piyasasını şart olduğu görüşü, çeşitli ekonomistler tarafından savunulmuş, özellikle ekonomik büyüme ile finans piyasalarının gelişimi arasında önemli bir ilişki bulunduğu ileri sürülmüştür.

Bankacılık sistemi üzerinde denetim ve müdahalelerin önemli ölçüde azaltıldığı “deregülasyon” politikalarının sonucu olarak görülen finansal serbestlik, ekonomilerin finans sistemleri üzerinde önemli etkilere sahiptir. Çeşitli ülke ekonomilerinin finans sistemleri incelendiğinde, sanayileşme sürecinde yatırımların finansmanında iki farklı finansman modelinin bir arada uygulandığı görülmektedir; Bankacılık sistemi ağırlıklı finansman bedeli ve sermaye piyasası ağırlıklı finansman modeli ekonominin gelişme süreci içinde finansal serbestlikle sermaye piyasasına yatırımların finansmanında, önemli bir işlev üstlenmesine imkan tanınması, %90'lara kadar varan bankacılık sisteminin ağırlığının süreç içinde %40'lara kadar düşmesine neden olmaktadır.¹⁵

Finans kesimi reformunun, para ve sermaye piyasalarını gelişimleri üzerindeki etkisi, sanayileşme sürecindeki ekonomilerde yatırımların finansmanında, yeni üretim kaynaklarının yaratılmasında görülmektedir.

¹³ ÖÇAL Tezer, “Finansal Sistem ve Bankalar” Ankara, Nobel Dağıtım, 1999, s 272

¹⁴ ÜNAL Targan, “Finans Kesiminin Reel Sektöre Kaynak Yaratma Kapasitesi” İTO, 1996,s17

¹⁵ KARSLI Muharrem, “Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler” İstanbul 1989, s 156

Finansal reformun temel hedefi, yeni üretim kapasitelerini yaratılmasında, reel sektöre düşük maliyetli fon aktarma olanağına sahip bir finans sisteminin oluşturulmasıdır.

Finans sisteminin reel sektöre fon aktarma işlevini etkin bir şekilde yerine getirememesi, finans sisteminin gelişmişlik düzeyinin düşük kalması, ekonomik kalkınmada önemli sorunlar yaratmaktadır. Bir ekonomide arz ve talebi daha iyi tatmin edecek finansal araçların çeşitliliği, vade, miktar ve risk ayarlama ve fon aktarma maliyetlerinin düşüklüğü ve tasarrufların finansal araçlara dönüşme oranı, finansal sistemin gelişmişliğinin bir ölçüsü olarak değerlendirilmektedir. Yeterli kaynağa sahip olmayan, fon aktarma maliyeti yüksek, gelişmişlik düzeyi ekonomik kalkınma düzeyinin altında olan bir finans sisteminde tasarruf verimsiz alanlara kanallenecek, sistem, üreticisi kesimin çok yönlü risk, vade ve miktar tercihlerine cevap verebilecek finansal araçları ortaya çıkarmayacaktır. Ayrıca, finansal sistemin kurum ve araçlarını gelişmemiş olması, sistemin alt yapısını oluşturan kurumların gelişimini de engellemektedir.¹⁶

1980'li yıllara kadar dünya ekonomilerinin finans sistemlerinde gerçekleştirilen reformlar, finans piyasalarını borç yapısına yöneliktir. Bu dönemde, sektörler arası fon akım kontrolleri; tasarruf-yatırım dengesini belirleyen önemli etken olan faiz ve selektif kredi politikaları ile hakim sektör bankacılık sektöründe sağlanmış, sektörün borçlanma araçları ile yatırımların finansmanında düşük maliyetli fonlar yaratılarak sanayileşme sürecine hız kazandırılması amaçlanmıştır.

Finans piyasalarında fon akımlarını kontrol altına almak amacıyla bankacılık sistemin üzerinde uygulanan müdahaleci politikaların ekonomide dar boğazlar yaratması, deregülasyon uygulanmaları ile finansal liberalizasyonu gündeme getirmiş, ekonomide büyüme ve istikrarın sağlanabilmesi için piyasalarda faaliyet gösteren kurum içi ve kurumlar arası rekabet ön plana çıkarılmıştır. Müdahaleci politikaların ekonomik krizleri derinleştirmesi ile 1980'li yıllarda gelişmekte olan ülke ekonomilerinde başlayan finansal liberalizasyonda amaç, sanayileşme sürecinde öz

¹⁶ KARACAN A.İhsan "Finans, Ekonomi,Politika"İstanbul, Creative Yayıncılık,1997, s21

kaynak piyasası ile bu piyasanın kurumsal iş bölümünü kapsayan reformları gerçekleştirmektedir.

2.4 Finansal Derinleşme ve Finansal Baskı

Finansal gelişme, finansal sistemin gerek büyüklük gerekse yapı itibarıyla değişmesini ifade etmektedir. Öncülüğünü Shaw'ın yaptığı bu görüş, finans sistemindeki bu değişmeyi finansal derinleşme kavramı ile açıklamaktadır. Finansal derinleşme, finans sisteminin hangi ölçüde genişlediğini ve finansal araçların ne kadar çeşitlendiğini göstermektedir.

Finansal derinleşme, tasarruf sahipleri ve yatırımlar arasındaki ilişkinin güçlenmesini sağlayan bir olaydır. Tasarruf sahipleri ile yatırımlar arasındaki ilişkinin kuvvetlenmesine sebep ise daha yüksek faiz oranlarının, tasarrufları arttırması ve bu tasarrufları, üretken yatırımları arttırıcı yönde olan finansal aktivitelere doğru kaydırılmasıdır.

Uluslararası düzeyde finansal derinleşme göstergelerine bakıldığında, ülkeler arasındaki gelişme farklılığına bağlı olarak, finansal piyasalarında değişik boyutlarda derinlik kazandıkları izlenmektedir. Sözgelimi, gelişmiş ülkelerin finansal derinleşme düzeyi oldukça yüksektir. Bunda, bu ülkelerdeki finansal piyasaların, finansal kurumların ve finansal araçların oldukça gelişmiş ve çeşitlenmiş olmasının önemli ölçüde payı vardır. Bu nedenle, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalardaki varlık stoklarının ulusal gelirleri içindeki payı, gelişmekte olan ülkelere göre daha yukarılarda bulunmaktadır.¹⁷

Finansal piyasaların derinleşmesi; ekonomini tasarruf kapasitesi, tasarruf sahiplerini yatırım tercihleri, banka mevduatlarının getiri oranı ve ödeme araçlarını kullanımı gibi çeşitli faktörlerdeki değişmelerden etkilenmektedir. Finansal derinleşme düzeyinin yükselmesi, ülke genelindeki toplam tasarruf oranının ve bunun sonucu olarak finansal tasarrufların artmasına, düşük getirili fiziksel varlıklar şeklide yapılan

¹⁷ ÖÇAL Tezer, “Para, Banka; Teori ve Politika” Ankara, Gazi Kitabevi, 1997 s251

tasarrufların finansal varlıklara dönüştürülmesine ve fonların yüksek riskli organize olmamı para piyasalarından organize olmuş piyasalar koymasına bağlıdır. Öte yandan ülke ekonomisinin parasallaşma düzeyi ile finansal sistemin organizasyonu da finansal piyasaların derinlik kazanmasında etkili olmaktadır.

Böylece finansal sistemin belli bir derinlik kazanması, ekonomide toplanabilir fonların miktarını arttırdığı gibi, mevduat ve kredilerin vadelerini birbirine eşitleyerek, piyasalara ilişkin bilgi toplama sürecinde ölçek ekonomilerinden yararlanarak ve riski dağıtarak işlem maliyetlerini ne aza indirebilmekte, bu işe verimliliği artırmaktadır.

Sonuçta yeni yatırımların yeni ek üretim kapasitelerin arttırdığı görülmektedir.¹⁸ Finansal aracılık faaliyetlerinden bu tür faydaların elde edilebilmesi için, finans sisteminin etkin bir şekilde çalışması gerekir.

Finansal Serbestleşmeye Yönelik Gelişmeler Finansal Sistemde bozulmaların oluşmasıyla, hükümetin nominal faiz oranları üzerine tavan koyarak reel faiz oranlarını piyasa denge düzeylerini altında tutmasıdır.

Finansal sistemdeki bozulmalar, hükümetlerin politik tercihleri doğrultusunda ortaya çıkan ekonomik dengesizlikler olarak tanımlanabilir. Bu bozulmalar büyük mali açıkların oluşmasına ve iç-dış borçların artmasına neden olabilir. Gittikçe büyüyen mali açıkları kaynatmak için hükümetler para basmak ve enflasyon vergisi toplamak yoluna gidebilir.

Faiz oranları üzerindeki sınırlamalar banka mevduatları munzam karşılıkları devam eden fiyat enflasyonu ile birleştiğinde banka sistemi içinde para tutma talebinin çekiciliğini azaltır. Baskı altındaki finansal sistem, parasal aktifler üzerindeki reel mevduat faiz oranlarını sık sık negatif olmasına neden olur, döviz kuru oranları belirsizleşir ve ulusal paraya olan talep-tasarruf ve vadeli mevduatlar dahil düşer.¹⁹

Finansal politikaların ekonomik gelişmeler üzerine etkilerini anlayabilmek için kurumsal olarak finansal faaliyetleri düzenleme, kısıtlamak ve baskı altına almanın ayrımını yapmak gerekebilir. Finansal sistemin düzenlenmesi, yalnız gelişmekte olan ülkeler mahsus bir ihtiyaç değil aynı zamanda Japonya ve ABD gibi sanayileşmiş ülkelerde de uygulanması ihtiyacı doğan bir konudur.

¹⁸ ULUDAĞ İlhan, “Sanayileşme ve Finansal Derinleşme” İTO, 1997,s151

¹⁹ “Para ve Finans Ansiklopedisi”, Creative Yayıncılık, İstanbul 1996,s564

1980'lere kadar gelişmekte olan ülkelerin finans sistemleri serbest piyasa koşullarına göre çalışmıyordu. Hkmetler özellikle kamu açıklarının düşüşe maliyetlerle finanse etmek için kaynakların dağılımını kontrol altında tutuyordu. Bu yaklaşım iktisat literatüründe finansal baskı rejimi olarak adlandırılmaktadır. Finansal baskı yaklaşımının, ekonomik büyümeyi destekleyici değil, aksine engelleyici bir uygulama olduğunu savunanlar bulunmaktadır.

Mc. Kinnon ve Shaw'a göre, gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalar kamu otoriteleri tarafından baskı altında bulundurulmakta ve faiz oranları idari nitelikteki kararlarla piyasada oluşabilecek düzeyin altında tutularak bir takım kredi tanımlamalarına gidilmektedir. Bu ülkelerde kalkınmayı sınırlayan temel faktör karlı yatırım alanlarının bulunmaması değil, tasarrufların ve yatırabilir fonların yetersizliğidir. Bu duruma yol açan mali baskı, nominal faiz oranına piyasada oluşacak denge faiz oranını altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Böyle bir uygulamaya gidilmesine, söz konusu ülkelerde yer alan oligopolist yapıdaki finansal kuruluşlar büyük ölçüde neden olmaktadır. Nominal faiz oranlarına getirilen tavanlar, bazı ülkelerde önemli ölçüde düşük ve negatif reel faiz oranlarının oluşmasına yol açmaktadır. Özellikle, yüksek enflasyonist koşullarını yaşandığı bu ülkelerde, mevduat ve kredi faiz oranları arasındaki marj oldukça genişlemiş ve baskı altındaki faiz oranlar tasarrufların azalması ve böylece yatırımların ve ekonomik bymemin yavaşlaması sonucunu doğurmuştur.²⁰

Faiz oranları üzerindeki kontroller, hem cari tüketimi körüklemekte ve tasarrufların oluşumum engellemekte hem de düşük getirili yatırımların gerçekleşmesine yol açmaktadır. Finansal baskı rejimi uygulayan ülkelerde faiz sübvansiyonları ve faiz ödemelerinden vergi indirimleri, borçlanma imkanı olan firmalar için büyük avantajlar sağlarlar. Gelişmekte olan birçok ülkede uzun süre görülen negatif reel faiz oranları, öncelikli sektörlerdeki firmalar için finansman maliyetini azaltmış, dolaylı olarak tasarrufuyu vergilendirmiş ve tasarrufların hareket kazanmasını önlemiştir.

²⁰ ÖÇAL Tezer, 1999, s 273

2.5 Finansal Serbestleşme

Gelişmekte olan ülkelerde yoğun şekilde uygulanan finansal kontrol ve kısıtlamalar, sonuçta makro ekonomik istikrarsızlıklara neden olmakta ve bu istikrarsızlıklar, finansal sistemin serbestleşmesi gerektiği yolundaki görüşleri gündeme getirmektedir.²¹

Finansal baskı rejiminin olumsuz sonuçlarından kurtulmak isteyen birçok az gelişmiş ülke, IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşların önerilerini de dikkate alarak finansal serbestleşmeye yönelmişlerdir.

Finansal serbestleşme, nominal faiz oranına piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan mali baskı uygulamasına döviz kurları üzerindeki kontrollere ve kredi sınırlamalarına son verilerek, faiz oranlarının idari kararlar dışında serbest piyasa koşullarına göre oluştuğu bir süreci ifade etmektedir.

Finansal Serbestleşme uygulamalarında devlet özellikle parasal yetki kurumu olan merkez bankasının para politikası araçları ile oynayarak mevduat faiz oranını belirleme uygulamasına son vermektedir.²²

Finansal serbestleşme aynı zamanda, nominal faiz oranlarının tamamen serbest piyasa koşullarında belirlenmesidir. Dolayısıyla, oluşan nominal faiz oranı, aynı zamanda piyasa denge faiz de olmaktadır.

Finansal serbestleşme, esas itibariyle bankalar arasındaki rekabetin artırılmasını ve faiz oranı, tavanlarının kaldırılmasını, politika önermelerini temeli haline getirmiştir. Mc. Kinnon-Shaw yaklaşımına göre, gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşme sürecine girilmesiyle serbestleşme sürecine girilmesiyle, serbest bırakılan faiz oranları yükselerek tasarruf-yatırım dengesini sağlayan önemli bir değişken haline gelecek ve böylece finans kesimi ile piyasalara ilişkin tüm bilgileri taşıyan bir gösterge niteliğini kazanacaktır. Faiz oranlarını yükselmesine bağlı olarak tasarrufları artacak, bu da yatırıma dönüştürülebilecek kaynakları artırarak ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. Öte yandan tasarrufların artması tüketimi kısıcıcı etki yapacak

²¹ BAŞOĞLU Ufuk, s 23

²² KEYDER Nur, “Para-Teori, Politika, Uygulama” Ankara 1996, s 75

böylece enflasyonist baskılar da ortadan kalkacaktır. Yine, faiz oranlarını yükselmesiyle daha önce üretken olmayan yatırımlar artık karlı olmaktan çıkacağı için, tasarruflar daha üretken alanlara yönelecek ve kaynak dağılımında etkinlik sağlanacaktır.²³

Finansal serbestleme mali piyasalarda araç çeşitlenmesine yol açarak finansal derinleşmeyi artıracak, buna bağlı olarak da finansal sistemin gelişmesine katkıda bulunacaktır.

Finansal serbestleşme hareketleri, öncelikle sanayileşmiş ülkelerde başlamış olmakla beraber, birçok gelişmekte olan ülke de bu kervana katılmış ve özellikle 1980'li yıllardan sonra uluslararası düzeyde adeta serbestleşme rüzgarı esmiştir. Finansal serbestleşme ve deregülasyon (düzenleme) atılan adımlar genel başlıklar altında aşağıdaki şekilde ifade edilebilir.

- Döviz kurlarını serbest piyasa mekanizması tarafından belirlenmesi
- Faiz oranları ve krediler üzerindeki kamusal kontrollerin kaldırılması ve fon arz ve talebinin serbest piyasa mekanizması tarafından yerine getirilmesi.
- Uluslar arası sermaye hareketlerine getirilen sınırlamaların kaldırılması
- Mali piyasaların alt sektörleri (bankacılık, sermaye piyasası ve sigortacılık) arasında sınırların önemli ölçüde gevşemesi ve hatta birçok ülkede ortadan kalkması.
- İkinci el piyasalarda (borsalarda) yapılan işlemlerle ilgili olarak, aracı kurumların müşterilerine tahakkuk ettirecekleri komisyonların serbest bırakılması.
- Çeşitli ülkelere ait mali kurumların gerek şube açacak, gerekse mali kurum satın alarak diğer ülkelerin mali piyasalarına girişinin kolaylaşması ve mali piyasalarda kurumsal bazda da rekabetin artması.
- Piyasaların giderek düzenlemelerden arındırılması ve piyasa kontrollerinden ziyade, piyasada faaliyet göstererek mali kurumların sermaye yapılarını güçlendirici düzenlemelere ağırlık verilmesi ve böylece piyasaların giderek serbest piyasa mekanizmasına terk edilmesi.

²³ ÖÇAL Tezer, 1999, s 274

- Bilgisayar teknolojisi ve telekomünikasyon alanındaki olağanüstü ve hızlı gelişmelerin mali piyasalarda kullanılması ve bu gelişmelerin mali piyasalarda kullanılması ve bu gelişmelerin uluslararasılaşma trendini daha da hızlandırması.²⁴

Özellikle son çeyrek yüzyılda ekonomilerin finansal serbestleşme ile birlikte hızla liberalleşerek dışa açıldıkları gözlenmektedir. Kalkınmakta olan ülkelerde borç krizi sorunu da finansal serbestlemenin ön plana çıkmasında önemli rol oynamaktadır. Ancak finansal serbestleşme ve dışa açılmanın, ticaret liberasyonunun boyutlarının hızla aştığı, dünyada önemli hacimdeki para büyüklüğünün mal hareketlerinden bağımsız olarak dolaştığı dikkati çekmektedir.

Mali piyasalarla ilgili olarak serbestleşmeye ve deregülasyona gidilmesini birçok nedeni olmakla beraber kamu otoritelerinin genellikle aşağıdaki konuları göz önünde bulundurduğu bilinmektedir.

- Mali piyasalarda rekabetin artırılması ve böylece sermayenin ve finansal hizmetlerin maliyetinin düşürülmesi
- Yatırımcı kesimlerin fon sağlamam imkanlarını yani sıra tasarrufa kesimlerin de yatırım alternatiflerinin artırılması
- Mali piyasalarda fiyatların ve sermaye dağılımının daha etkin hale getirilmesi
- Mali piyasaların ulusal ve uluslar arası düzeyde daha rekabetçi hale gelmesini sağlanması
- Gerekğinde kamunun daha rahat fon yaratabileceği gelişmiş sermaye piyasasına sahip olması
- Uluslararası sistemde yer alıp yatırımlar için gerekli sermayenin sağlanması.

Bununla beraber, daha önce de belirtildiği mali piyasalarda yaşanan serbestleşme ve deregülasyon hareketleri, yalnızca hükümetlerin tercihleri sonucunda gerçekleşmemiş, bu gelişimi politik ekonomik ve teknolojik gelişmeler de aynı şekilde teşvik etmiştir.

Finansal baskı dönemlerinde, faiz oranlarına getirilen kurumsal sınırlamalar, kredi tahsisatında bozulmalara yol açmıştır. Ancak faiz oranındaki serbestleşme, her

²⁴ ALP Ali, “Finansın Uluslararasılaşması”, İstanbul 2000, s 94

yatırım projesinin kredi alabileceğini ifade etmiyor. Faiz oranlarında bir tavan olduğunda üretken olmayan yatırımların kredi talebi bir ölçüde azalabilir. Aynı zamanda bu kredi talebinin düşmesi ile kredi maliyetleri de azalacaktır. Her banka beklenen kredi artışlarında elde edeceği gelir artarsa kredilerini artırır, ama yüksek faiz oranları beklene getiriye düşürecekler. Stiglitz ve Wess, iki etkiden bahsediyorlar. Bunlardan birincisi, kredi maliyetleri arttığı zaman, bu maliyetleri karşılamak için borçlananlar daha riskli yatırımlara yönelirler, İkincisi, oluşan yüksek faiz oranları bankaların, birçok müşterisine cesaretini kaybettirebilir ve akılcı olmayan kredi portföy seçimi olmasına neden olur. Kredi tahsisatının verimli olabilmesi için, aynı zamanda çok iyi gelişmiş bir menkul kıymetler piyasasını da olması gerekir.

Yukarıda, ele alınan ve faiz oranlarındaki serbestleşmenin ekonomiyi istikrara doğru yönlendirirken, olası üretim kayıplarını minimize etmek amacıyla kullanılabileceğini belirten görüşlere karşı çıkan iktisatçılar, genellikle yapısalcı ekole mensup iktisatçılardır. Yapısalcıların hareket noktası, üretimde kullanılan emeğe ve hammaddeye yapılan ödemelerin, genellikle, kısa dönem borçlanma ile finanse edildiği ve bu yüzden faiz oranının üretim sürecinde değişken bir maliyet olarak gerektiğidir. Faiz oranlarında gerçekleştirilecek bir liberalizasyonla firmaların işletme sermayesi maliyeti büyük oranda artacak, bu da faiz oranlarının kontrol altında tutulduğu duruma oranla, daha yüksek bir fiyat düzeyi veya daha düşük bir üretimle sonuçlanmaktadır. Bu süreçte, döviz kurunun belirlenmesindeki serbesti de eklendiğinde faiz oranlarındaki liberalizasyonla ortaya çıkan arz şoku daha da şiddetlenecek, enflasyon oranını istikrara ulaşma sürecinde karşılaşılan kısa dönemli milli gelir kayıplarını önemli derecede arttırabilir.²⁵

Yeni Yapısalcı Yaklaşım'a göre, gelişmekte olan ülkelerde ödünç verebilir fonların bir kısmı örgütlenmemiş para piyasasından piyasalara doğru yönelmektedir. Dolayısıyla tasarruf sahipleri ve yatırımcılar, fon arz ve talebinde bulunurken hem resmi bankacılık sistemini hem örgütlenmemiş para piyasasından ya da organize olmayan piyasayı kullanmaktadır. Bu yaklaşıma göre, finansal serbestleşme sonucunda serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile resmi bankacılık kesiminde toplanan mevduat artarken, örgütlenmemiş para piyasasından mali kesimde toplanan fonlar

²⁵ BAŞOĞLU Ufuk, , s544

azalacaktır. Nihai olarak ise yatırımlar gerileyecek ve büyüme hızı düşecektir. Bu bakımdan, yeni yapısalıcı görüş, mali baskını gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarını yükselmesine önleyerek yatırımların ve ekonomik büyümenin hızlanması sonucunu doğurabileceğini, enflasyonu ise aşağı çekici bir etki yapacağını ileri sürmektedir. Yine, bu görüşe göre, mali baskı söz konusu olduğunda tasarrufların artması için, resmi ve örgütlenmemiş para piyasasında mali piyasaların etkin bir şekilde çalışması gerekir. Bunu sağlayacak olan da, hane halkının portföy tercihini söz konusu piyasalardaki kullanılabilir fon arzını (tasarrufları) artıracak şekilde değişmesidir.²⁶

Yeni Keynezyen Yaklaşım'a göre, faiz oranlarındaki bir artış yatırımları caydırıcı etki yaparak, efektif talebi daraltmakta ve finansal bozukluklara yol açarak büyüme hızını düşürmektedir. Söz konusu yaklaşım, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkilere de alternatif bir perspektif sunmaktadır. Buna göre, yatırımların finansmanında izlenecek yol büyüme hızını etkilemektedir. Nitekim, para devreye girmekte ve önem kazanmaktadır. gerçekten, hızlı bir büyüme için kredi miktarının da artması zorunludur. Çünkü, büyüme yatırımcıların kendi birikimlerinden daha fazla miktardaki bir kaynağı harcamaları anlamına gelmektedir. Yani, hızlı bir büyüme için kredilere olan bağımlılık da giderek artmaktadır.

Yeni Keynesen Yaklaşım'ın savunduğu bu görüşlere paralel olarak finansal serbestleşmeye farklı bir bakış açısı getirmektedir. Buna göre finansal serbestleşme her zaman tasarrufları ve yatırımları artırarak büyümeyi hızlandırıcı ve enflasyonu düşürücü etki yapmamaktadır. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde önemli ölçüde bir finansal istikrarsızlık sorunu vardır. Finans sektöründe istikrarın sağlanabilmesi için, yalnızca yatırımların finansmanında gerekli olan kaynakların varlığı 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 yönde etkilemektedir.

1980'lerde bir çok az gelişmiş ülkede finansal serbestleşme deneyiminin başarısızlıkla sonuçlanması üzerine, problemin serbestleşmenin zamanlaması ve reformların sıralanmasından kaynaklandığı görüşünden hareketle tartışmalar, finansal

²⁶ ÖÇAL Tezer, 1997, s 253

serbestleşme için en uygun zaman ve isabetli sıralamanın ne olması gerektiği üzerinde yoğunlaşmıştır.

Geleneksel literatür, sermaye hesabının liberasyonunu önemsiz olarak kabul etmektedir, fakat, çok yeni literatür içeriye doğru akımlar ile dışarıya doğru akımlar arasında önemli farklılıklar olduğunu vurgulamaktadır. Geleneksel literatür içe dönük sermaye akımlarından aşırı derecede kaçınma temeli üzerine kurulmuştur.

Bernhard Fischer ve Helmut Reisen sermaye akımlarını içeriye doğru ve dışarıya doğru, uzun dönem ve kısa dönem ve banka ve banka dışı akımlar olarak kısımlara ayırmaktadırlar. Yazarlara göre uzun dönem için dönük akımlar ile ticaretle ilgili akımlar üzerindeki kontrollerin öncelikli olarak liberalize edilmesi gerekir; çünkü bu akımların liberasyonu kalkınmanın ilk adımlarında yardımcı olur. İç finansal sistem liberal edildikten ve içerdeki bankaların zayıflıkları giderildikten sonra, yazarlar yabancı bankaların önündeki engellerin kaldırılmasını önermektedirler. Son olarak bankacılık sektörünün rekabet edebilirliğini yeterli düzeye getirmeden ve sağlam bir bankacılık düzenleme ve gözetim mekanizması getirmeden kısa dönemli sermaye akımlarının liberasyonunu önermemektedirler.

Latin Amerika ülkelerinin deneyimleri, serbestleşmenin zamanlaması ve sıralamasından bağımsız olarak, yurt dışından net sermaye girişlerinin denetim altına alınmasının gerekli olduğunu göstermektedir. Finans sisteminin hızlı ve kontrolsüz biçimde dışa açılması, ekonominin makro yönetim araçları olan iktisat politikalarının onu kullananlar (hükümetler ve onun dışındaki kamu otoriteleri) tarafından toplumsal refahı artırma yönünde denetlenebilmesini fiilen olanaksız hale getirmiştir. Bir kere bu süreç girildikten sonra, iktisat politikası araçları (faiz oranları, döviz kurları) reel iktisat politikası hedeflerine dönük araçlar olmaktan çıkmakta ve sermaye akımını kontrol etmenin araçlarına dönüşmektedir.

Ülke bazında yapılan araştırmaların sonuçları, uzun süre dış ticarete uluslararası finansmana kapalı olan, ticaret ve finans sistemini sıkı bir şekilde kontrol altında tutan ülkelerde hızlı bir biçimde gerçekleştirilen serbestleşmenin, hayli kaygan ve istikrarsız bir makroekonomik ortama yol açtığı görülmüştür. Latin Amerika ve Afrika ülkelerinin deneyimleri, kamu kesiminin yeniden yapılanması ve kamu mali dengesinin sağlanması yönündeki reformları gerçekleştirmeden sermaye hareketlerini serbestleştirmenin, başarısız sonuçlar verdiğini göstermektedir. Finansal serbestleşme politikaları uygulansa bile, bunun

yavaş ve kontrollü olması ve mutlaka kamu maliyesi reformu ile birlikte düşünülmesi önerilmektedir. Kısa vadeli yabancı sermayeyi özendirmekten kaçınmanın önemini vurgulayan bir çok çalışma, hisse senedi veya kısa vadeli mevduata yönelmiş bulunan spekülâtif sermaye girişlerinin gerekli mevzuat ve diğer kurumsal düzenlemelerle denetim altına alınmasının yararlı olacağını belirtmektedir.

Arjantin, Şili, Meksika ve Türkiye'nin yakın tarihleri, zamanlaması ve sıralaması yanlış, yüksek yoğunluklu ve hızlı biçimde uygulanan finansal serbestleşme politikalarının istikrarsızlığı daha da artırdığı, ardından makro dengeleri yeniden kurmak için katlanılan toplumsal maliyetlerin (üretim kaybı, işsizlik, gelir dağılımında bozulma) çok daha büyük olduğunu ortaya koymuştur. Bu süreci hızlı biçimde yaşayan ülkelerden Şili ve Meksika, 1990'ların başında portföy yatırımı şeklinde gerçekleşen, kısa süreli ve çabuk kaçabilen sermaye akımının büyük boyutlara ulaşmasının sıkıntılarını çok yaşamışlardır. Meksika, gelişmekte olan bir çok ülke gibi, büyük miktarlardaki sermaye girişleri ile bütçe ve dış ödemeler açıklarını bu yolla kapatmış, dış borç ödemelerinde bir rahatlama yaşamıştı. Ancak, büyük kısmı kısa sürede kolayca kaçabilen, spekülâtif portföy (hisse senedi, tahvil, kısa vadeli mevduat) yatırımlarından oluşan yabancı sermayenin aniden kaçışı, Meksika'yı mali krize sürüklemiş ve 1995 yılının hemen başında yeni ve çok daha acımasız bir istikrar paketini uygulamaya mecbur etmişti. Meksika örneği, spekülâtif sermaye hareketlerinin ve aşırı derecede "sıcak para"ya bağımlılığın bir ülkeyi nasıl batağa sürükleyebileceğini göstermesi bakımından öğretici olmuştur.

Son yirmi yılda bir çok gelişmekte olan ülke, kredi kontrollerini kaldırmak, banka mevduatları ile banka kredilerine pozitif reel faiz hadleri uygulamak, kur oluşumu ve dövizli işlemler üzerindeki kısıtlamaları kaldırmak gibi finansal serbestleştirme politikaları uygulamışlardır. Bu ülkelerin tecrübesi göstermektedir ki, makroekonomik istikrarı sağlamadan ve dış ödemelerde sıhhatli bir denge kurmadan finansal sistemi hızla serbestleştirmek; kısa vadeli, yüksek getirili ve yüksek rizikolu finansal işlemlerin hacminin artmasına yol açmakta ve ekonomide kısa vadeli bakış açısını yerleştirerek yatırım gayretine zarar vermektedir. Sonuçta iktisadi dengeler daha da bozulmaktadır.²⁷

²⁷ DPT; "Küreselleşme, Bölgesel Entegrasyonlar ve Türkiye" Değerlendirme Raporu, DPT Yayın 2374, ÖİK;439 Ankara 1995, s 214

2.6 Finansal Entegrasyon

Son elli yıl içinde uluslararası ticaret ve sanayide sınır ötesi engellerin, özellikle sanayileşmiş ülkeler arasında, büyük ölçüde ortadan kaldırılması, 70'li yılların başlarından itibaren sabit kur sisteminin çökmesiyle sermaye hareketlerinde de yaşanmaya başlamış ve sanayi-ticaret alanında ortaya çıkan çokuluslu şirketler kavramı, mali piyasalarda da, önde gelen ülkelerin finansal kurumlarının yeni birimler açarak ya da yeni mali kurumlar oluşturarak birçok finansal merkezde faaliyet gösterir hale gelmesiyle, çok uluslu finansal kurumlar şeklinde kendisini göstermiştir. Özellikle, bu dönemden itibaren dünyanın finansal piyasaları arasında bir entegrasyon süreci yaşanmaktadır. Komünikasyon ve bilgi teknolojilerindeki gelişmelerden faydalanarak finansal kurumlar, geniş bir yelpazede yayılan finansal araçlar ve teknikler geliştirilmiştir.²⁸

Mali piyasalarla ilgili olarak önde gelen sanayileşmiş ülkelerde yapılan liberalizasyon hareketlerinin neler olduğunu, çeşitli ülkelerde hangi konularda henüz istenilen düzeye gelinemediğini göstermek, ayrıca ülkeler arasında atılan adımların birbirini takip eder düzeyde olduğunun anlaşılması açısından anlam taşımaktadır. Özellikle 1980'li yıllardan sonra mali piyasalarda yaşanmakta olan serbest sermaye dolaşımı sayesinde sermaye, risk ve getiri bakımından kendisi için en uygun ortamı bulduğu finansal merkeze kaymakta ve böylece hem fon arzı hem de talebi daha rekabetçi bir ortamda gerçekleşmektedir. Mali sektör kadar olmasa da, ticaret ve sanayi alanlarında da yaşanmakta olan uluslararası serbesti, sermayenin serbest dolaşımı ile birleştiğinde, doğal olarak uluslararası entegrasyonda yer alan ülkeler arasındaki getiri oranlarını birbirine yaklaştırmakta ve uluslararası finansal entegrasyon gerçekleşmektedir.

Uluslararası sermaye sınır tanımadan rahatça dolaşabildiğinden, fon talep eden kesimler bu fonları en ucuza sağlayabilecekleri, fon arz eden kesimler de bu fonlara en iyi getiri sağlayabilecekleri merkezlere yönelmiş ve fon arz ve talebi uluslararası düzeyde oldukça

²⁸ YALÇINER Barbaros, "Finansal Piyasaların Entegrasyonu ",İsmail Türk'e Armağan,SPK Yayın,54, Ankara 1996,s 443

rekabetçi bir yapı kazanmıştır. Bu rekabetçi yapının bir sonucu olarak, sisteme katılan ülkelerin mali piyasalarındaki getiri oranlarında yakınlaşmalar olmuştur. Mali piyasaların entegrasyonu sonucunda oluşan yeni oranlar, hacimsel olarak piyasanın büyük bir kısmını temsil eden ABD'deki oranlar çerçevesinde gerçekleşmiştir. Mali piyasaların uluslararasılaşması ve entegrasyonu sonucunda, gerek ulusal gerekse uluslararası düzeyde, bir piyasada yaşanan olumlu ya da olumsuz bir gelişme, diğer piyasaları da etkiler hale gelmiştir. Örneğin, 1997 yılı sonlarına doğru Asya'da başlayan mali kriz, diğer ülkelerin yanında, ekonomik göstergelerinin en güçlü olduğu dönemde ABD mali piyasalarını da etkilemiştir.

Sermayenin çeşitli ülkelerin piyasalarında herhangi bir sınırlama olmadan serbestçe dolaşabilmesi ve bunun sonucunda getiri oranlarındaki farkların azalması, piyasalar arasındaki farklılıkları belirli ölçüde ortadan kaldırmış ve piyasalar arasındaki entegrasyon güçlenmiştir. Bununla birlikte, mevcut bu entegrasyon düzeyi, ekonomik yapıları ve gelişmişlik düzeyleri birbirine yakın olan gelişmiş ülkeler arasında söz konusu olup, gelişmekte olan ülkelerin entegrasyon düzeyi oldukça zayıftır.

Sermaye kontrollerinin kaldırılmasından sonra, 1974 yılının ortalarına doğru, bankalar arasındaki borçlanma oranı ile Euromark ve Eurodolar oranları arasındaki farklar sıfıra yaklaşmış, diğer bir deyişle, ülke içindeki faiz oranı ile uluslararası piyasalardaki faiz oranları arasındaki farklar büyük ölçüde ortadan kalkmıştır. Sermaye kontrolleri üzerindeki benzer kontroller 1979 ve 80 yıllarında Japonya ve İngiltere'de de kaldırılmış ve bu iki ülkede de eski Batı Almanya'da yaşanan duruma paralel olarak yurtiçi ve yurtdışı faiz oranlarındaki farklar önemli ölçüde azalmış, hatta eşitlenmiştir. Liberalizasyon hareketlerinin yaşandığı diğer ülkelerde de benzer sonuçlarla karşılaşılmış ve spot ve forward faiz oranları arasında da yakınlaşma gözlenmiştir.²⁹

Telekomünikasyon ve bilişim teknolojilerindeki gelişmelerle önündeki iletişim, bilgi akışı, nakit ve menkul kıymetlerin takası gibi engelleri fiziken ve maliyet olarak azaltan uluslararası finansal işlemler, aynı dönemdeki liberalizasyon hareketleri ve yeni finansal araçların piyasaya girişleri ile daha da ivme kazanmış ve günümüzde uluslararası finansmanın hacmindeki artış, milli gelir ve uluslararası ticaretin hacmindeki artıştan çok daha yüksek oranlarda gerçekleşmiştir.

²⁹ ALP Ali, s 153

Uluslararası düzeyde aktiflerin (kısa ve uzun vadeli menkul kıymet ve diğer yatırımların) getirileri karşılaştırıldığında, önde gelen sanayileşmiş ülkelerde, aktiflerin getirileri arasındaki farkların çok azaldığı, diğer bir deyişle bu araçlar bakımından uluslararası finansal entegrasyonun ileri bir düzeyde olduğu ortaya çıkmaktadır. Bununla beraber, nominal ve reel döviz kurlarındaki belirsizlikler sanayileşmiş ülkelerde bile daha etkili bir entegrasyonun gerçekleşmesini engellemektedir. Bu nedenle, belirsizliğin daha yüksek olduğu uzun vadede (uzun vadeli sabit getirili menkul kıymetler ve hisse senedi getirilerine bakıldığında) sanayileşmiş ülkeler arasındaki finansal entegrasyon düzeyi kısa ve orta vadeli araçlara kıyasen daha zayıftır.³⁰

Uluslararası mali piyasalardaki trend entegrasyon yönünde olmakla beraber, istenilen düzeye henüz gelinememiştir. Çünkü, bugün geline nokta kısa vadeli faiz oranları ile kısa ve orta vadeli sabit getirili menkul kıymetlerin getirilen arasında yakınlaşmalar olmakla beraber, uzun vadeli menkul kıymetlerin getirilen ve özellikle hisse senedi piyasalarındaki getiri oranlarında önemli farklılıklar mevcuttur. Bu farklılıkların aşılmasının önündeki en önemli engellerden biri ise döviz kurlarındaki belirsizliklerdir. Doğal olarak bu belirsizliğin aşılması ülkeler arasında çok sıkı işbirliğini gerektirmektedir. Bu işbirliği, bireysel olarak ülkelerin izleyecekleri para ve mali politikalarından, ticaret politikalarına kadar çok geniş bir yelpazeyi kapsamaktadır. Uluslararası finansal entegrasyon, esas itibarıyla, önde gelen sanayileşmiş ülkeler arasında gerçekleşmekle birlikte, bu konuda gelişmekte olan ülkelerde de önemli adımlar atılmaktadır. Örneğin, 1980'li yıllardan sonra ivme kazanan liberalizasyon hareketlerine, özellikle bazı Doğu Asya ülkelerinin başı çektiği (G. Kore, Singapur, Hong Kong, Malezya, Endonezya gibi) yeni endüstrileşmiş olan ülkeler grubu da katılmış ve bu anlamda uluslararası fon hareketlerinden önemli pay almışlardır. Gelişmekte olan ülkelerin hâlâ birçok yapısal sorunu çözmemiş ve uygulanan politikalarda tam istikrar sağlayamamış olması nedeniyle, uluslararası finansal entegrasyona katılmaları daha zaman alıcı olacaktır.

Finansın Uluslararasılaşması ve finansal entegrasyon, hem uluslararası finansal sisteme tehdit oluşturacak unsurların engellenmesi hem de ortaya çıkan risklerin finansal sisteme ve daha sonra reel ekonomiye verebileceği zararların azaltılması konusundaki düzenlemeleri etkilemektedir.

³⁰ A.g.e, s 169

2.7 Finansal Kriz

Mali piyasaların özellikle, 1980'li yıllardan sonra daha fazla krizle karşılaşması bilim adamlarını finansal krizlerin nedenlerini bu krizlerin sistemik istikrar üzerindeki etkilerini araştırmaya itmiştir. Finansal krizlerin nedenlerini açıklamaya yönelik iki temel yaklaşım mevcuttur. Bunlardan biri, finansal-zayıflık yaklaşımı, diğeri parasalcı yaklaşımdır.

Finansal zayıflık yaklaşımı, sistemik krizlerin ekonomik teorilerinin en eskilerinden biri olup, Fisher (1933), tarafından formüle edilmiş ve daha sonra Minsvey (1972, 1982) ve Kindleberger (1978) tarafından geliştirilmiştir. Bu teoriyi savunanlara göre, sistemik risklerin birçok nedeni vardır. Bunlar genel olarak iktisadi büyüme dönemlerinde borç yüklerinin artması, şirketler kesiminin ve mali kurumların likiditelerinin azalması ve kurumsal ve mevzuatla ilgili değişikliklerdir.³¹ Fisher'e göre konjoktürdeki aşağıya dönüş iki temel faktör ile açıklanabilir: aşırı borçluluk ve deflasyon. Konjoktürde daha önce ortaya çıkan yukarı doğru çıkışa ekonominin kilit sektörlerinde kârlı yatırım fırsatlarına yol açan bir dışsal olay neden olur. Bu dışsal şok üretim ve fiyat artışlarına yol açarak bu sektörlerdeki eni yatırımı teşvik eder. Artan kârla birlikte ortam fiyatlar daha fazla yatırımı teşvik ettiği gibi sermaye kazançları için spekülasyonu da teşvik eder. Esas itibarıyla banka kredisi ile karşılanan ve bütünüyle borçla finanse edilen bu süreç mevduatı ve para arzını artırarak fiyatları yükseltir. Devir hızı artar ve bu da genişlemeyi ateşler. Fiyatların artışı nominal borçtaki artışı telafi edip, mevcut borcun reel değerini düşürür ve daha fazla borçlanmayı teşvik eder. Bu süreç, "genel bir aşırı borçluluk" durumuna yani ödeyebilirliği yitirme şansının gereksiz yere arttığı borçluluk durumuna kadar sürer.³² Minsky, 1957 yılında yayınlamaya başladığı makaleler serisi ile Fisher'in teorisini ayrıntılı bir biçimde incelemiş ve genişletmiştir. Minsky, hipotezinde kapitalist bir ekonominin belirli devreler halinde yaşadığı bir ekonominin belirli devreler halinde yaşadığı krizlerin sistemin kendi

³¹ ALP Ali, s 265

³² KARACAN A.İhsan , s 45

yapısının normal bir sonucu olduğunu söyler. Son yıllarda gittikçe artan sayıda taraflar toplayan bu hipoteze göre, krizlerin kökeninde kapitalist yapıdaki borçlanma mekanizması vardır. Minsky, finansla zayıflık hipotezinde kapitalist sisteminde üç çeşit borçlanma olacağını açıklar. Bunlar; Aktarım (Hedge), Spekülatif ve Ponzi tipi, borçlanmalardır. Aktarım borçlanma yönteminde yapılacak bir proje için borç alınıp; proje zaman içinde devreye girere ve belirli bir getiri salamaya başlar. Eğer yapılan projenin getirisi her dönem yapılması gereken borç ödemelerini faiz ve ana para kısmını rahatlıkla karşılayabiliyorsa, ödemelerde hiçbir dönem sorun çıkmaz.

Eğer bazı dönemlerde para girişi en az o dönem ödenmesi gereken borç miktarının faizini karşılayabiliyorsa, o dönem yapılacak eksik borç ödemesinden arta kalan kısım, yeniden borçlanılarak ödenir. Yalnız bu durum birkaç dönem için geçerlidir. Diğer dönemlerde para girişi her zaman borç ödemesinden fazla olduğu için, projenin bugünkü değeri yine pozitif bir değer olacaktır. İşte bu yapıdaki borçlanmalara da spekülatif borçlanma denilmektedir. Spekülatif borçlanmada, faiz oranındaki dalgalanma oldukça önemlidir. Çünkü, faiz oranının artması, projenin bugünkü değerinin işaretini artıdan eksiye çevirebilir ki, bu da projenin bir anda kâr hanesinden zarar hanesine geçmesi anlamına gelir.

Ponzi borçlanma yönteminde gerçekleştirilen projenin getirisi, borç ödemelerinin faiz kısmını bile karşılamaya yetmez, bu yüzden borcun ödenmesi için yeni borçlar alınır ve toplam borç miktarı da gittikçe artar. Ponzi borçlanma girmiş kurumların sonları genellikle iflastır. Örneğin, 1982 yılındaki banker krizi bu tip borçlanmaya bir örnektir. Bankerler, günü gelen faiz ödemelerini yapabilmek için yeni topladıkları mevduatları kullanıyorlardı. Mekanizma Minsky'e göre şu şekilde çalışmaktadır. Konjoktür yukarıya doğru giderken yeni yatırımlar için talep aşırı bir finansman talebine yol açar. Yeni yatırımın bir kısmı ise uzun süreli kredi ile karşılanır.³³ Ekonomi genişledikçe yarattığı aşırı finansman talebinin bir kısmı kısmen ve geçici olarak geçici olarak finansal yenileşme ile karşılanırsa bile talep faiz oranlarını yükseltir. Yatırımlarda genişleme hem endojen para arzı hem de elastik devir hızı ile beslenir. Faiz oranı arttıkça dört faktör daha kırılgan bir finansal yapı yaratacak yönde işlev görür: a) Borçla finansmanda artış; b) Uzun-süreli borçtan kısa-süreli borca kayış;

³³ “Para ve Finans Ansiklopedisi”, s566

c) Aktarım finansmandan spekülâtif ve ponzi finansmana kayış; d) Finansal kurumların güven marjında azalış.³⁴

Ortam bir kez kırılğan ve duyarlı hale gelince aktarım finansmandan spekülâtif ve ponzi finansmana kayış faiz oranlarını daha da yükseltir ve bu firmaların borçlarının yenilememeye ve uzatmamaları nedeniyle bir yeniden finansman krizine yol açar.

Finansal zayıflık hipotezini savunanlara göre iktisadi büyüme dönemlerinde borç yüklerinin artması, şirketler kesiminin ve mali kurumların likiditelerinin azalması ve kurumsal ve mevzuatla ilgili yapıdaki değışiklerdir. Diğer bir deyişle, makroekonomik ve siyasi değışmeler yatırım kararlarının verildiğı ortamı iyimserleştirir. Mevcut iyimserlik, yatırım malları ve nihai ürünlerin fiyatlarının yükselmesine ve borçlanma imkanlarını artmasına sebep olur. Yüksek fiyatlar (enflasyon), daha sonra finansal yükümlülüklerin (borçların) reel değerini azaltır, kişiler ve kurumlar daha fazla borçlanma eğilimine girer. Bu döngü, aynı zamanda paranın dönüş hızını da artırır. Böylece, faizler oldukça yüksek noktalara çıkar ve borçlanmış olan kesimler vadesi gelen kısa vadeli borçlarını daha yüksek faizli yeni borçlanmalarla finanse ederler. Finansal kurumlar arasındaki rekabet de bu kurumların daha düşük marjlarla kredi vermesine yol açar. Sonuç olarak belirli şirketler aşırı borçlanmaları nedeniyle likidite sorunu ile karşı karşıya kalırlar. Sorun piyasa katılımcıları tarafından fark edildiğinde ise, herkes elindeki aktifleri likit hale getirmeye başlar ve mali kurumlar da bu arada likidite krizini gördüklerinde kredi vermeyi durdururlar ve tüm bu gelişmeler sistemik krizle sonuçlanır.

Parasal yaklaşım, ise yani Friedman ve Schwartz ile onları izleyen Cagon, finansal krizlerin, bazı bankaların mali durumlarının bozulduğunun duyulması üzerine ortaya çıkacak banka paniklerinden kaynaklanacağı tezini ortaya atmaktadır. Bu yaklaşıma göre, bankacılık panikleri para arzı üzerindeki etkileri ve buna bağlı olarak da ekonomik faaliyeti etkilemeleri nedeniyle önemlidir. Bankacılık panikleri para arzındaki daralmanın en önemli kaynaklarından birisi olduğu için genel ekonomik faaliyette daralmaya yol açmaktadır.³⁵

³⁴ KARACAN A.İhsan, “Bankacılık ve Kriz” İstanbul; Finans Dünyası Yayın 1996, s47

³⁵ ALP Ali, s 266

Friedman-Schwartz bankacılık paniklerinin halkın bankaların mevduatı hakte çevirme güçlerine olan güveni yitirmeleri nedeniyle ortaya çıktığını söylemektedirler.

Güvenin yitirilmesi bazı önemli mali kurumların ödeyebilirliklerini yitirmesi ile hızlanır. Halkın para mevduatları içinde nakit kısmı artırma çabaları fraksiyonel rezerv sistemi olan bir bankacılıkta ancak mevduatın artan bir oranda çarpılması ile bulunan miktarda daralması ile karşılanabilir. Mevduatın nakite dönüştürülmesi durdurulmadıkça veya para otoritelerince (merkez bankasınca) erken müdahale yapılmadıkça bu yaygın banka iflasını doğurur.³⁶

Parasalcı görüş bankacılık panikleri ve bunu izleyen parasal istikrarsızlığı önleyeceği için merkez bankasının son kredi mercii işlevini savunmaktadır.

Finansal krizleri açıklamaya yönelik olarak parasal ve finansal zayıflık yaklaşımları en çok bilinen ekonomik teoriler olmakla birlikte, finansal krizlerin ortaya çıkışını açıklamaya çalışan başka yaklaşımlar da vardır. Yapılan bir çok çalışma ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde reel faizlerin önemli ölçüde yükseldiğini ve ekonomik istikrar çabalarını olumsuz etkilediğini göstermiştir. Gerçekten de yüksek reel faizler istikrarı gerçekleştirme çabası içine giren ekonomileri kaçınılması ve kırılması son derece güç olan fasit bir dairenin içine sokabilmektedir. Anti-enflasyonist paketler yüksek reel faizlere yol açmakta, bu da devletin mevcut iç borç stokunun borç servis maliyetini yükseltmekte ve hükümetlerin bütçe açıklarını azaltmaya çabaladıkları bir dönemde mali alıcıları büyötmektedir.

Devlet bütçesi, sürekli açık veriyorsa ve reel faiz oranları ekonominin büyüme oranını aşıyorsa Merkez Bankası mevcut enflasyona karşı “sıkı” para politikasıyla savaşmak ya da gelecekteki enflasyona karşı “kolay ya da gevşek” para politikası ile savaşmak arasında tercih yapmak zorundadır. Mali politikalara başvurmaksızın sıkı para politikası ile cari enflasyona karşı savaşmak kaçınılmaz bir biçimde gelecekte daha yüksek bir enflasyona yol açar.³⁷

Eğer reel faiz oranları ekonominin büyüme oranını aşarsa ve devlet borcunu veri kabul edersek, borcun faizini ödemek için başka kaynaklara başvurmak gerekir.

³⁶ KARACAN A.İhsan, 1996, s 47

³⁷ KARACAN A.İhsan, 1997, s 90

Bunun seçenekleri vergilere artırmak, devlet harcamalarını azaltmak, para basmaktır. Diğer seçenek ise ilave borç çıkarmaktır. Bu ise fert başına devletin reel faizli-borcunun artması anlamına gelir. Bu ise sonsuza dek sürmez. Bunun sınırı fert başına faizli devlet borcunun fert başına tasarruflara eşit olduğu noktaya kadar gitmesidir. Belki de sınıra bu eşitliğe ulaşılmadan varılır. Bu noktaya gelindiğinde seçenek ya vergi ya da para basımı olarak karşımıza çıkar.

Tümüyle esnek kur sistemini uygulandığı bir ekonomide para yaratma hızındaki azalmaya bir karşı etki olarak kısa dönemde reel faiz oranları yükselmez, Esnek olmayan kur sistemi geçerli ise reel faiz oranları yükselme eğilimine girer ve politikası değişmelerine karşı tepki olarak denge seviyesinin üzerinde kalır. Bu her iki durumda da “enflasyon vergisindeki” kayıplar kamu borcunun sınırsız bir biçimde büyümesine yol açar.³⁸

Sanayileşmiş ve yükselen ekonomiler arasındaki kurumsal farklılık, farklı finansal istikrarsızlık yayılma mekanizmalarına neden olmaktadır.

Yükselen ekonomilerde banka bilançolarının bozulması, faiz oranlarının artışı ve politik belirsizlik bir döviz krizinin ortaya çıkmasına yardımcı olabilir. Bu da ulusal parada önemli devalüasyonunun yapılmasına yol açar. Bir döviz krizinin ortaya çıkmasında bankaların bilançolarının bozulması özellikle önemlidir, çünkü bu merkez bankasının ulusal parayı savunmasını olağanüstü güçlendirir. Ulusal paranın değer yitirmesini önleyen faiz yükselmelerini de, faiz oranların yükselişini banka bilançolarını bozması nedeniyle bankacılık sisteminin zayıflaması üzerinde ilave etkisi vardır. Banka bilançoları üzerinde faiz oranlarını artışının bu negatif etkisi, bankaların vade uyumsuzluğu ve ekonomi bozulduğunda kredi riskini artmış olması nedeniyle ortaya çıkar.

Yükselen ekonomilerin kurumsal özellikleri olan borcun kısa süreli olması, yabancı parayla ifade edilen borcun kısa süreli olması, yabancı parayla ifade edilen borcun büyüklüğü, enflasyonla mücadelede inanırlılık eksikliği, yukarıdaki düşüncelerden de anlaşılacağı gibi ekonomiyi tam anlamıyla bir finansal krizin içine itmek üzere döviz krizi ile birleşebilir. Ulusal paranın ani ve yüksek değer yitirimi direkt etkileriyle ve enflasyonu kontrol altında tutmada parasal otoritelerin

³⁸ KARACAN A.İhsan, 1996, s 35

güvenirliliğinin zayıflamasıyla hem beklenen hem de filli enflasyonda dramatik bir yükselişe yol açabilir.³⁹

Beklenen ve filli enflasyonun yükselmesi merkez bankasının paranın değerinin daha da fazla düşmesini önleme çabalarıyla birleştiğinde faiz oranları olağanüstü düzeylere yükselebilir. Faiz oranları olağanüstü düzeylere yükselebilir. Faiz oranlarını yükselmesi ile borçların kısa süreli olmasının birleşmesi faiz ödemelerinde olağanüstü artışlara neden olur ve bu da hem hane halklarının hem de firmaların nakit akımlarında dramatik bozulmalar yaratır.

Yukarıda yapılan açıklamalardan da görüleceği üzere, finansal işlemler ve kurumlar, sistemik risk yaratabilmektedir. Ancak, bu durum hükümetlerin bu işlemleri yasaklarcasına kısıtlanmasını ve işlerini öngörülü bir şekilde yerine getiren piyasa katılımcılarını da sınırlamasını gerektirmez.

Yukarıda bahsettiğimiz kriz senaryosuna karşı Minsky'in çözümü kısa vadede, eğer kriz oluşmuşsa bir son borç vericinin devreye girip bankalara borç vermesi, böylece bankaları ve dolayısıyla diğer firmaları iflastan kurtarmasıdır. Bu son verici genelde Merkez bankası olmaktadır. Ama krize hiç girilmemesi için Minsky'in önerisi devletin piyasayı kontrol eden mekanizmalarının güçlendirilmesi özellikle merkez bankasını güçlü bir yapıya sahip olması ve piyasayı yakından takip etmesi, gerektiğinde önceden müdahale ederek bu tür krizlere bir nebze de olsa engel olabilmesi şeklindedir.⁴⁰

³⁹ MORRIS Goldstein, "Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri" çev; Karacan A.İhsan, İstanbul, Dünya Yayınları 1999, s16

⁴⁰ "Para ve Finans Ansiklopedisi", s567

3. Finansal Sistem ve Faiz Politikası İlişkisi

3.1 Faiz Politikası

Ekonomideki kaynakların tasarruf ve tüketim şeklinde bölüşümünü belirleyen faiz, istikrarın sağlanmasında önemli bir role sahiptir. Faiz oranının reel bir değişken olarak kabul eden klasik iktisatçılara göre denge faiz oranının belirleyici, tasarruf arzı ve yatırım talebidir. Klasiklerde tasarruf arzının fiyatı olarak düşünülen faiz, kişilerin bugünkü ve gelecekteki tüketimleri arasındaki tercihlerini yansıtmaktadır.⁴¹

Böylece faiz, ekonomik açıdan fevkalade önemli bir çok karar,davranış ve neticede ekonomik dengeler üzerinde etkili olmaktadır. Faiz oranları üretim-tüketim ve tüketim-tasarruf dengelerini belirleyen başlıca etgenler arasında yerini almaktadır.

Faiz politikası, yani bir anlamda faiz hadlerinin belli ekonomik amaçlara göre yönlendirilmesi, sert ve esnek, sürekli veya gerektiğinde genel veya kısmi olabilir. Ama, tamamen ortadan kalkması ve faiz hadlerinin serbest şekilde oluşan arz ve talep dengelerinin belirlenmesine bırakılması pek gerçekçi bir varsayım değildir.

Faiz politikası ile değişik amaçlar güdülebilir. Bu amaçlar arasında ekonomik istikrar ve gelişme hedefleri, üretim, tüketim ve tasarruf ile yatırım hedefleri, dış ekonomik ilişkilerle bağlantılı hedefler ve daha başkaları sayılabilir.

Faiz politikasının, gerek gelişmiş ve gerekse gelişmekte olan ülkelerde önemli işlevleri vardır.

- Faiz politikasının birinci işlevi, ekonomide milli gelirden ne kadarının tasarrufa ayrılacağını belirleyen önemli bir değişken olmasıdır. Enflasyonist bir baskı yaratmadan, yatırımların finanse edilmesi, ekonomide yaratılan tasarruflarla mümkün olmaktadır. Dolayısıyla, faiz mekanizması, piyasa ekonomisinde tasarruf-yatırım dengesini sağlayan önemli faktörlerden biridir.

⁴¹ “Para ve Finans Ansiklopedisi”, s545

- Piyasa ekonomisinde faiz mekanizmasının ikinci ve çok önemli bir fonksiyonu, sermaye faktörünün etkin bir biçimde dağılımını sağlamaktadır. Örneğin, Türkiye’de enflasyonun çok hızlandığı dönemde faiz hadlerinin çok düşük tutulması, bir yandan spekülâtif yatırımlara yani altın, döviz, gayri menkule kaynakların akmasına neden olmuş, diğer yandan da, gerek kamu, gerek özel kesimde yeterli iktisadi hesaplama yapılmadan çok çeşitli yatırım projeleri başlanmıştır. Sonuçta, bunlar tamamlanmamıştır ve önemli ölçüde bir kıt kaynak olan sermaye israf edilmiştir.⁴² Dolayısıyla, faiz politikasının amaçlarından biri de yatırım projelerinin rasyonel olarak hesaplanması ve bölüştürülmesine yöneliktir.

- Faiz mekanizmasının diğer bir fonksiyonu sanayide yapısal değişim sağlanmasıdır. Piyasa mekanizmasıyla yapısal değişim sağlanacaksa, reel faiz politikasıyla gerçekçi kur politikasının uygulanması gerekiyor.

Faiz mekanizması uygulamasıyla tasarruf sahiplerine bir gelir sağlanmaktadır. Tasarruf yapan bir kimse, cari tüketimden vazgeçme şeklinde teorik olarak, bir fedakarlık yapmaktadır. Bunun sonucunda, milli gelirdeki artırılacak yatırımların sağlıklı mümkün olmaktadır. Dolayısıyla, milli gelirdeki, artışın bir kısmının tasarruf sahibine mükafat olarak verilmesi gerekir. Aksi halde kimse gönüllü tasarruf yapmaz.

Serbest piyasa ekonomisini uygulayan batı ülkelerinin büyük bir çoğunluğunda, kısa süreli faiz hadlerinin, piyasa koşullarının etkisi altında esnek bir şekilde belirlenmesi, ilke olarak benimsenmekle birlikte, para otoriteleri, özellikle Merkez Bankaları ve Hazine dolaysız ve ya dolaylı önlemlerle faiz hadlerinin oluşmasını etkilemektedir.

Faiz politikası sadece tasarrufların geliri ve kredilerin maliyeti olarak dar açıdan değerlendirilmemeli, makro ekonomik amaçlarla tutarlı olmalıdır. Yüksek veya düşük faiz politikası kısa ve uzun vadeli makro ekonomik amaçlara göre değerlendirilmeli optimum sosyo-ekonomik faiz oranları seviyesi tasarruf ve yatırımları eşit kılan seviyede olmalıdır.

Genelde ülkeler, faiz oranlarını düşük tutma eğilimi içinde olmuşlardır. Bunun birinci nedeni, pratikte faiz oranlarının önemli bir maliyet unsuru olarak kabul edilmesi ve yatırımların belirlenmesinde yol alan bir faktör olarak düşünülmesidir. Yatırımları ve

⁴² TOBB, “Faiz Politikası, Görüşler, Değerlendirmeler” TOBB, Yayın 21, Ankara 1997, s13

gelişmeyi teşvik etmek amacıyla faiz oranlarının yatırım şevkini kırarak düzeyler çıkmaması için para otoritesi müdahale ederek, faiz oranlarını düşük tutma eğilimi içine girmişlerdir.⁴³

Faiz oranlarının düşük tutulması konusundaki ikinci bir neden de, bankacılık sistemi içindeki sert rekabetin, bazı bankaların faiz oranlarını aşırı derecede yükseltmesine neden olabilmesidir. Aşırı derecede yükseltilmiş mevduat faizi oranlarının yaratacağı sonuç, riskli bankacılıktır. Çünkü bankalar, mevduata ödedikleri yüksek faizleri telafi edebilmek için riskli alanlara kredi açacaklardır ve sonuçta da izin verilmemesi gereken riskli bankacılık uygulaması ortaya çıkabilecektir. Para otoriteleri, bu hususu dikkate alarak genelde faiz oranlarına tavan koyarak müdahale edebilmektedir.

Faiz oranlarının düşük tutulması eğiliminin bir başka nedeni, devlet tahvillerinin fiyatlarında istikrar sağlamak amacıyla, para otoritelerinin faiz oranlarına müdahalesidir. Ancak, hükümetler 1960'lı yıllardan başlayarak, giderek artan bir eğilimle anti-rekabetçi kontrollerden vazgeçerek, serbest piyasa ekonomisi politikası izlemeğe başlamıştır.⁴⁴

Faiz oranlarının serbest bırakılmasındaki amaçlar, genellikle şu şekilde sıralanabilir. Bankaların ve müteşebbislerin, nakit yönetimini geliştirmek amacıyla para piyasasının gelişmesini teşvik etmek, faiz getirisi sağlayan mali araçların, birinci ve ikinci piyasaların gelişmesini sağlamak, milli bankacılık sektörünün rekabet gücünü artırmak, maliyetlerin düşürülmesi ve bankaların rekabet gücünün artırılması yoluyla mali aracılığı teşvik etmek ve kamu açıklarının finansmanını kolaylaştırmak.

Parasal gelişmenin kısa dönemdeki etkisi faiz oranlarını düşürmek, uzun dönemde de yükseltmektir. Bununla beraber para arzındaki artışın hızı çok yüksek olursa, bunun faiz oranları üzerindeki kısa dönemli etkisi, uzun dönemli etkisinden ağır basar. Başka bir deyişle, eğer kararlılıkla peşine düşülürse, istikrarlı bir düşük faiz oranı sağlama politikası hızla gelişen para arzına yol açar.

⁴³ İKAV, "Faiz Politikaları ve Türkiye'deki Uygulamaları", İKAV, İstanbul, 1993 s43

⁴⁴ A.g.e, s 45

Bu yolla faiz oranlarını düşük tutma çabaları son derece tehlikelidir. Para arzındaki bu hızlı gelişmenin etkisi mutlaka fiyatlara yansiyacak ve enflasyon kaçınılmaz olacaktır.

Aslında bu ucuz para politikası uygulaması, bir ölçüde fiyat kontrollerinin mantıksal bir sonucudur. Fiyatların kontrolü işletmelerin nakit girişimlerini ve dolayısıyla oto finansman olanaklarını azaltır. Sermaye piyasasındaki rantabilite düşük olduğu ve yatırımları cezbe edemediği ölçüde, yatırımların finansal yükünü ağırlaştırmak için para politikasını uygulama eğiliminde olur.

Bazı ülkelerin para politikası uygulamasında kredi faiz oranlarına (ki buna borçlu faiz oranlı da denmektedir) bir taban konarak; bankaların kredilerine iflasa götürecek şekil de kredi faiz oranlarını düşürmeleri önlemek istemiştir. Ancak faiz oranlarına böyle bir taban koymayan bankaların iflasa gitmemesi, bu varsayımın geçerliliğini kaldırmaktadır.

Para otoritelerini kredi faiz oranlarına müdahalesi asıl reeskont finansmanının maliyetindeki değişikliklerle sağlanmaktadır. Bu politikanın amacı kredi faiz oranlarını reeskont maliyetindeki değişiklikler ile etkileyerek selektif bir kredi dağılımını gerçekleştirmektedir. Selektif kredi politikası, gelişmesi arzulanan öncelikli sektörlerle (ihracat, enerji gibi) açılan kredilerin karşılığı olan ticari senetleri Merkez Bankasına bırakarak, görece olarak daha düşük maliyetten fon sağlarlar.

Kredi faiz oranlarına müdahale eden politikanın etkinliği büyük ölçüde bankaların Merkez Bankası kaynağına olan bağımlılık derecesine bağlıdır. Ayrıca Merkez Bankasının bu konudaki tekinliği yüksek olsa bile, söz konusu sektörlerin kredi talepleri üzerine kar bekleyişleri ve fiyatlar gibi faktörler belirleyici olabilirler.

Selektif kredi uygulamasını amaçlayan düşük faiz oranları politikasını en önemli sakıncası firmaları daha yüksek faiz oranları durumunda olduğundan daha fazla borçlanmaya özendirmesidir.

Krediler hacmindeki bu hızlı gelişmenin, fiyat istikrarını bozacak şekilde para arzını artırması selektif politikanın en zayıf yönünün oluşturur.

Enflyasonist ortamda faizlerin düşük tutulması negatif faizlerin ortaya çıkmasına, bu durum ise tasarruf eğiliminin düşmesine, mevcut fonların banka sistemi dışına çıkmasına ve tüketime yönelmesine yol açmakta, enflyasyon hız kazanmaktadır. Dolayısıyla, enflyasyonun düşürülmesi, reel faiz politikasının uygulanmasına bağlıdır.

Diğer taraftan, enflasyonun uzun süreli yüksek oranlarda seyretmesi, serbest faiz politikasının kendisinden beklenen fonksiyonları gerçekleştirememesine de sebep olabilmektedir. Enflasyonun, tasarruflar ve döviz kurları üzerindeki olumsuz etkilerinin giderilmesi amacıyla, faiz oranlarının ekonomideki makro dengelerin gerektirdiği seviyelerin üzerine çıkarılması, yatırımların ve üretimin gerilemesine yol açmıştır. Firmaların faiz yüklerinin artırılması, yatırım eğilimlerini ve kredi taleplerini azaltmıştır. Bunun sonucu arz ile talep arasındaki dengesizlik daha da büyümüş ve enflasyonist etki ortaya çıkmıştır.

Düşük faiz politikası yurtiçi gerçek tasarruflar artmadığı sürece yatırım miktarının artırılması için bir teşvik unsuru değildir. Düşük faiz, yatırım talebini, dolayısıyla kredi talebini artırabilir. Fakat tasarruf miktarı artmadığı takdirde yatırım miktarı azalır.

Serbest faiz politikasının beklenen sonuçları yaratamamasının diğer bir nedeni de, giderek büyüyen kamu açıkları yüzünden büyük ölçüde iç borçlanmaya gidilmesidir. Dolayısıyla, faiz oranlarına daha fazla dikkat etmeden iç borçlanma senetlerine mevduat faizlerinin çok üstünde faiz vermektedir⁴⁵. Buna ilaveten, devlet iç borçlanma senetlerine uygulanan vergi ayrıcalıkları da mali piyasadaki mali araçlar arasındaki dengeleri bozmaktadır.

İşte, bu dengeleri sağlayabilmek için en önemli husus, iç borçlanmayı azaltıcı tedbirler alınmasıdır.

3.2 Faiz Oranı ve Vade Yapısı

Faiz , paranın kiralınması karşılığında talep edilen bedeldir. Bu anlamıyla faiz, ödünç verilen fonlara uygulanan ve piyasalarca belirlenen kira bedeli olmaktadır.⁴⁶ Faizi, finansal pazara fon sunumu ile fon istemini eşitleyen bir fiyat olarak da tanımlayabiliriz. Bu demekti ki, bir ülkede, belirli bir zamanda ellerindeki fonları

⁴⁵TOBB, “Faiz Politikası, Görüşler ve Değerlendirmeler”, İstanbul, 1987 s83

⁴⁶ “Para ve Finans Ansiklopedisi”, s 545

başkalarına ödünç vermeye hazır kişi ve kurumlar, bu fonları ödünç almayı arzulayan kişi ve kurumlar vardır. Kuşkusuz gerek ödünç verebilir fonlar olan kişiler ödünç verme karşılığında bir getiri elde etmek istemektedir, gerek ödünç almak karşılığında bir bedel ödemeye isteklidirler. İşte faiz ödünç para kullanmak isteyen bireyin ödemek zorunda olduğu bir bedeldir.⁴⁷ Faizin bu tanımla verilen geniş anlamı, üretim sürecini daha etkin hale getirmek için kullanılan sermayenin verimliliğindeki artış olmaktadır. Uygulamada ve literatürde değişik faiz türlerinden söz edilmektedir. Satın almak gücü cinsinden ifade edilen ve fiyat hareketlerinden (enflasyondan) arındırılmış faize reel faiz; piyasada her gün ilan edilen ve fiyat hareketlerinden arındırılmamış olan faize de nominal faiz denilmektedir.

Ekonomideki kaynakların tasarruf ve tüketim şeklinde bölüşümünü belirleyen faiz, istikrarın sağlanmasında üç önemli role sahiptir. faiz oranının reel bir değişken olarak kabul eden klasik iktisatçılara göre denge faiz oranının belirleyicileri, tasarruf arzı ve yatırım talebidir.⁴⁸ Klasiklerde tasarruf arzının fiyatı olarak düşünülen faiz, kişilerin bugünkü ve gelecekteki tüketimleri arasındaki tercihlerini yansıtmaktadır.

Faiz oranının ikinci belirleyicisi olan yatırım talebi ise, faiz oranı ile ters bir ilişki içerisindedir.

Faiz oranı ile yatırım talebi arasındaki ilişki, sermayenin marjinal verimliliği kavramı aracılığı ile kurulur.

Wicksell, Klasik reel faiz analizine parasal unsurlar katmış böylece Kuramı daha gerçekçi bir tabana oturtmuştur. Wicksell'e göre ekonomide parasal ve doğal olmak üzere, iki tür faiz oranı vardır. Doğal faiz oranı, işletilen reel sermayeden sağlanan kâr oranı şeklinde ifade edilirken, parasal faiz oranı, bankaların verdikleri krediler için talep ettikleri faiz oranı şeklinde düşünülmüştür. Ödünç verebilir fon arzının iki kaynağı vardır; tasarruflar ve parasal genişleme, Fon talebinin kaynakları ise, yatırım talebi ve atıl para talebidir. Piyasa faiz oranı fon arz ve talebini eşitleyen faiz oranıdır.⁴⁹

Keynes'de faiz oranı parasal bir değişkendir. Faiz oranı, tasarruf ve yatırım harcamalarından bağımsız olarak para arz ve talebi ile belirlenmektedir. Keynesyen

⁴⁷ SARIKAMIŞ, Cevat, s149

⁴⁸ TEVFİK Arman, "Bankalarda Finansal Yönetime Giriş", TBB, İstanbul, 1997, s12

⁴⁹ "Para ve Finans Ansiklopedisi", s 546

analizde faiz oranı, tasarrufların para şeklinde tutulması ile alternatif yatırım araçlarına kayması arasındaki seçimi etkilemektedir. Buna göre faiz oranı, tasarrufu para olarak tutmanın fiyatı veya likiditeden vazgeçmenin ödülüdür. Faiz oranı, para piyasası ile reel piyasa arasında ilişki kurmak fonksiyonunu da yerine getirmektedir. Sermayenin marjinal verimliliğini belirleyen iç getiri oranı ile piyasa faiz oranı arasındaki ilişki, yatırım talebini etkilemektedir.

Hicks-Hansen'in, Neo-Keynesyen analizinde İS-LM diyagramları vasıtasıyla faiz oranını hem parasal hem de reel bir değişken olarak ele almışlardır. İS-LM analizi olarak bilinen bu yaklaşımda, her gelir düzeyi için para talebini sabit para arzına eşitleyen bir faiz oranı ve yine her gelir düzeyi için yatırımı tasarrufla eşitleyen tek bir faiz oranı vardır. İS eğrisi, mal piyasasını dengeye getiren bütün faiz oranı-gelir birleşimini yansıtırken; LM eğrisi, para piyasasında para talebini para arzına eşit kılan faiz oranı-gelir bileşimlerini vermektedir. İS ve LM eğrilerinin kesiştiği noktada her iki piyasayı da aynı anda dengeye getiren gelir-faiz oranı bileşimi elde edilmektedir.⁵⁰

Keynes ekolünü izleyen Tobin'in makro portföy teorisinde bireyleri, parasal, finansal ve reel aktiflerden oluşan portföylerini, bu aktiflerin göreceli fiyat ve gelirlerini esas alarak yeniden düzenlerler. Alternatif yatırım araçlarını getirileri eşitlendiğinde, portföy dengesi yeniden kurulmuş olur. Faiz oranının belirlenmesinde sadece para arz ve talebi değil, diğer yatırım araçlarını arzı da rol oynayabilmektedir.⁵¹

Parasalcı Makro Teori ise, para arzını kontrol etmekle ortaya çıkacak faiz oranı düzeyine önem vermemektedir. Para arzında yapılacak bir artış milli gelir düzeyinde meydana gelen gelişme oranında olursa, ekonomide belirlenen faiz oranı sadece bu sürecin bir sonucu olarak ortaya çıkacaktır. Belirlenen bu faiz oranı düzeyi ise finansal ve reel aktiflerin getirilerini eşitleyecektir. Böylece faiz oranı, fiyatlar genel düzeyini belirlemede önemli bir unsur değildir. Parasalcılara göre bu mekanizma toplam talep yoluyla işlemekte ve faiz oranı önemli bir politika aracı olmamaktadır.

Fon transferlerinde uygulanan faiz oranları, transfer edilen fonların vadelerine göre farklılık arz edere. Genel olarak vade uzadıkça faiz oranlarında yükselme görülür.

⁵⁰ TEVFİK Arman, "Bankalarda Finansal Yönetime Giriş", TBB, İstanbul, 1997, s.147

⁵¹ "Para ve Finans Ansiklopedisi", s. 546

Benzer olarak, daha kısa vadeler için daha düşük faiz oranları talep edilir.⁵² Farklı vadelerdeki faiz oranları arasındaki ilişkiye faiz oranlarının vade yapısı denilmektedir.

Faiz oranları ile vade arasındaki ilişkiyi açıklayan üç farklı teorinin varlığından söz edilebilir. Bu teoriler sırasıyla beklentiler teorisi, bölümlenmiş piyasalar teorisi ve likidite primi teorisi olarak adlandırılır.

Beklentiler teorisine göre faiz oranlarını vade yapısı, faiz oranlarını gelecekteki düzeyine ilişkin beklentilerce belirlenir. Bu teoride piyasa aktörlerinin menkul kıymet alım ve satımını kâr maksimizasyonu amacıyla yaptıkları varsayılmaktadır.⁵³ Bu anlayışa göre, belirli bir vade yapısına sahip uzun vadeli bir işlem daha kısa vadelere ayrılarak, bölümlene kısa vadeli faiz oranları, gelecekte beklenen faiz oranları ile karşılaştırılır. Eğer piyasa faiz oranları, bölümlenen vadeler için gelecekte beklenen faiz oranları ile uyumuyorsa piyasa faiz oranlarının piyasa kuvvetler, tarafından düzeltilmesi beklenir ve düzeltilme işlemi gelecekte beklenen faiz oranına eşitleninceye kadar sürer. Bu durumun analiz etmek amacıyla şu örneği verebiliriz: Cari bir yıllık faiz oranı %10 olduğu ve bir yıllık faiz oranının gelecek yıl %8'e düşeceği ve orda kalacağı farz edilmektedir. O halde, bekleyişler teorisine göre, şimdi 3 yıllık faiz oranı: $(\%10 + \%8 + \%8) / 3 = 8,7\%$.

Bölümlenmiş piyasalar teorisine göre kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranları farklı piyasalarda belirlenmektedir. Bu piyasalar kurumsal nedenlerle birbirinden farklı piyasalardır. Çünkü burada yer alan alıcıların ve satıcıların vade yapıları birbirinden farklıdır. Örneğin, uzun vadeli yatırım yapmayı planlayan bir ekonomik birim, bu yatırımını uzun vadeli borçlanma ile yapmayı tercih ederken; kısa vadeli yatırımlarını finanse etmek isteyen bir ekonomik birim ise kısa vadeli borçlanmak ister. Bu teoriye göre, faiz oranlarının vade yapısı her piyasadaki arz ve talep fonksiyonlarını görelî durumu ile ilgilidir.⁵⁴

Vade yapısı ve getiri oranları arasındaki ilişkiyi açıklayan beklentiler ve bölümlenmiş piyasalar yaklaşımlarından hiç birisi, vade tarihindeki risk faktörünü dikkate almaz, Beklentiler teorisi, belirsizliğin ve riskin olmadığı bir ortamda bireylerin

⁵² TEKER Suat, "Faiz Oranı ve Döviz Kuru Yönetimi", Ankara, EAM, 1999, s11

⁵³ ÖÇAL Tezer, 1997, s 63

⁵⁴ A.g.e, s 66

vade tercihlerini kâr maksimizasyonu davranışı içinde inceler. Likit primi yaklaşımında ise finansal varlıklar, likitlik derecelerine göre sıralanır. Bu yaklaşıma göre, risk faktörü yüksek olan finansal değere bir risk primi eklenir. Vade ile birlikte riskin de arttığı, varsayımı, likidite primi hipotezinin taraflarını, uzayan vadenin yatırımcının yatırımından daha yüksek verim beklemesine yol açacağı sonucuna ulaştırmaktadır. Bu yüksek verim de faiz oranını oluşturan risk priminin kısa süreli faiz oranının taşıdığı risk priminden daha yüksek tutulması ve böylece vade uzadıkça Pazar faiz oranının da büyümesiyle elde edilmektedir.⁵⁵

3.3 Makroekonomik Büyüklükler ve Faiz Oranları İlişkisi

Özellikle I'inci ve II'nci petrol şoklarını takip eden dönemlerde, faiz oranlarını düzeyi ve yapısı, uygulanan stabilizasyon politikalarının temel unsuru olarak alınmıştır. Faizlere bu rolün verilmesi, bu değişkenin hem toplam talebi hem de toplam arzı etkilemesinden kaynaklanmaktadır. Yatırımların hacmi ve verimli alanlara yapılımsı, faiz yapısından çok önemli oranda etkilenecektir. Bu da hem talebi hem de büyüme oranını etkileyen bir husustur. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde mali sistemin gelişmesinde ve genişlemesinde de faiz oranları; tasarrufları diğer alanlardan mali araçlara yönlendirerek önemli rol oynamaktadır.⁵⁶

Faiz oranlarındaki artış gelecekteki tüketimi cari tüketime oranla daha ucuz kılmak suretiyle tasarrufu caydıracaktır. Buna karşın, yatırım talebinin faiz oranlarındaki değişmelere duyarlılığın zayıf olduğu kabul edilmiştir. Bu analizden hareketle, Keynesyen ve Neo-Klasik yaklaşımlar düşük faiz oranlarının yatırımları ve ekonomik büyümeyi teşvik edeceğini, büyük ölçüde gelir düzeyi tarafından belirlendiği kabul edilen tasarrufların ise olumsuz etkilenmeyeceğini öngörmüşlerdir. Bu yaklaşımlara göre, kalkınma sürecinin temel değişkeni yatırımdır; tasarruf oranı ise

⁵⁵ SARIKAMIŞ, Cevat, s 152

⁵⁶ ADA Zeynep, "Faiz politikası ve Türk Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkisi" Ankara, DPT, 1992, s9

dinamik bir biçimde ele alınmakta, yatırım sonucu gelir arttıkça bu oranını yükseleceği varsayılmaktadır.⁵⁷

3.3.1. Faiz oranları, Tasarruf ve Sermaye Birikimi

Faiz oranlarının tasarrufları etkileyip etkilemediği, eğer etkiliyorsa bunun derecesinin ne olduğu, ekonomik teoride sürekli tartışılmıştır. Klasik iktisatçılara göre tasarrufları etkileyen yegane faktör faiz oranlarıdır. Faiz oranları yükseldiği zaman tasarruflarla artacak, faiz oranları düştüğü zaman tasarrufları da gerileyecektir. Klasiklerin kâr ve faiz arasında kesin bir ayırım yapmadıkları göz önüne alındığında A. Smith ve D. Ricardo'nun tasarrufların faiz (kâr) oranının olumlu bir fonksiyonu olduğunu belirttikleri görülmektedir. Faiz, tüketimden vazgeçmenin bedeli ve sermaye ile elde edilen ilave ürünün bir yansıması olmaktadır. Klasik ekonomistlerin faiz oranlarının tasarrufu teşvik ettiği yolundaki görüşleri Keynes tarafından sert bir dille eleştirilmiştir. Keynes'e göre tasarruf gelirin bir fonksiyonudur. Geliri tüketim için bile yeterli düzeyde olmayanların tasarruf etmeleri zaten söz konusu değildir. Keynes'in açıklamaları da mevduatların da faizle bir ilişkisinin olmadığı, hatta tersine bir ilişki içinde oldukları söylenmektedir. Çünkü Keynes, fertlerin muamele, ihtiyat ve spekülasyon saikleri ile para tutacaklarını belirtmiştir. Muamele saiki ile tutulan para, cari ihtiyaçları karşılamak amacına yöneliktir. Faiz oranı ne olursa olsun, bu miktar etkilenmeyecektir. İhtiyat saiki ile tutulan para, güvenlik ihtiyacının bir neticesidir, faizden çok saklanılan yerin emniyetli olmasına bağlıdır. Spekülasyon saiki ile tutulan para ise, faiz oranları yükseldiği zaman azalacak, faiz oranları düştüğü zaman çoğalacaktır.⁵⁸

Neoklasik teoride ise faizini tasarrufları olumlu etkilediği öne sürülmektedir. Bu ise daha çok ikame etkisini bir sonucudur. Söz konusu mekanizma şu şekilde işlemektedir. Faiz oranlarındaki bir artış ilerideki tüketim harcamasını bugünkü tüketim harcamasına göre daha ucuz hale getirmektedir. İlerideki gelire, kazanılan faiz gelirin de söz konusudur. Dolayısıyla bugünkü tüketimden vazgeçilerek, bu gelecekteki ucuz

⁵⁷ BÜYÜKDENİZ Adnan, "Türkiye'de Faiz Politikaları", İstanbul Bilim ve Sanat Vakfı, 1993, s21

⁵⁸ AKDİŞ Muhammet, "Faiz Politikasının Enflasyon Üzerindeki Etkileri ve Türkiye" YIMDEK, Ankara, 1995, s175

tüketimle ikame edilecektir. Bunun tasarrufları arttırması gerekmektedir. Ancak ilerideki tüketimi finanse etmek için gerekli gelir azaldığından gelir etkisi tasarrufu negatif yönde etkileyecektir. Ama ikame etkisi gelir etkisinden daha yüksek olduğu için sonuçta tasarruflar faizin artmasıyla yükselecektir.

Mc Kinnon ve E. Shaw yaklaşımları geliştirmekte olan ülkeler bağlamında büyük ölçüde geçirsiz olup, para faktörü sermaye birikimi sürecinde neoklasik anlayıştan daha farklı bir işleve sahiptir. dış kaynak imkanlarının sınırlı olduğu, yatırımcı ve tasarrufçu arasında anlamlı bir ayrımın söz konusu olmadığı, yatırımcının büyük oranda oto finansmana dayandığı, fiziki yatırımların bölünmezlik özelliği arz ettiği ve sermaye piyasalarının kusursuz tarzda çalışmadığı bir ekonomik ve mali yapıda, tasarrufçular daha yüksek getirili fiziki araçlara yatırım yapacak kaynak düzeyine ulaşınca kadar parasal araçlar yoluyla birikim sağlayacaklardır.⁵⁹

Sermaye piyasalarının yeterice gelişmediği bu tür ekonomilerde bankalar hakim bir konumda olup, banka mevduatları belli başlı finansal tasarruf araçlarıdır. Banka mevduatları sermaye birikimi sürecinde ara bir fonksiyona sahip bulunup, yüksek ve pozitif reel faiz oranlarıyla teşvik edilmelidir.

Tasarruf artışının yatırımlarında artış sağlayacağına dair görüş, ekonomini neoklasik tarzda hareket ettiği durumda (yani yatırımın, toplam ürünün tüketiminden artan kısmına eşit olduğu durumda) geçerli olacaktır. Ancak, tasarruf ve yatırıma ilişkin kararlar birbirine bağımlı değil, birbirinden bağımsız alınan kararlardır. Dolayısıyla, tasarruf artışı başlı başına yatırım artışını garanti etmemekte olup yatırımlarda paralel bir artış sağlamayan bir tasarrufu artışı talep ve gelir düzeyinde azalmaya yol açacaktır. Tasarruflar yatırıma dönüşse bile, bunlar büyüme üzerinde çok az yararlı yatırımlara dönüşmüş olabilir. Yatırım talebinin yüksek olduğu bir ekonomide tasarruf artışını yatırım ve gelir artışı sağlayacağı tahmin edilebilir. Düşük gelirli ülkelerde yatırım talebi yüksektir ancak bu başlı başına bu ekonomilerde sermayenin marjinal verimliliğinin yüksek olduğu anlamına gelmez, bu açıdan kalkınma açısından kritik faktör tasarrufun ötesinde yatırımlardır.

⁵⁹ BÜYÜKDENİZ Adnan, 1993,s22

Özetle Mc Kinnon ve Shaw'ın yaklaşımlarında, gelişmekte olan ülkelerde kalkınmaya sınırlayan temel faktör kârlı imkanlarının sınırlılığı değil, tasarrufların ve yatırılabilir fonların yetersizliğidir.

3.3.2. Faiz Oranları ve Yatırımların Üretkenliği

İktisat politikalarının amacı ekonomik büyüme ve gelişmeyi teşvik etmektir. Ekonomik büyüme, üretim kapasitesinin artışı ile yakından ilişkilidir. Üretim kapasitesi ise ancak yeni yatırımlarla artırılabilir. Gelişme ise yatırımların yeni teknoloji içeren malları üretecek şekilde yapılması ile mümkündür. Bu nedenlerle gelişmekte olan ülkelerde iktisat politikalarında birinci öncelik yatırımlara verilmiştir. Hem özel kesimin hem de kamu kesiminin düşük faizlerle daha çok yatırım yapabileceği hemen hemen tüm ülkelerde benimsenmiştir.

Faiz oranları ile yatırımlar arasındaki ters yönlü ilişki şu şekilde kurulabilir. Yatırımın gelecekteki getirisinin bugünkü değerini bulurken, bunun faiz oranları ile ilişkilendirilmesi gerekir. Eğer faiz oranları yüksekse yatırımların gelecekteki getirisinin bugünkü değeri düşük olacaktır. Bu da yatırımın maliyetinden düşük ise yatırımcı yatırım yapmaya girişmeyecektir. Düşük faiz oranlarında yatırımın gelecekteki getirisinin bugünkü değeri yüksek olacak ve yatırımlar kârlı kale geleceğinden daha fazla yatırıma yönelecektir.⁶⁰

Faiz oranlarındaki artışın, gelecekte beklenen getirilerin bugünkü değerini azalttığını düşünürsek, bundan uzun ömürlü yatırım projelerinin çekiciliğini faiz oranlarındaki değişikliklere çok duyarlı olduğu, buna karşılık kısa ömürlü projelerin yüksek faiz oranlarından daha az etkilendiği sonucu ortaya çıkar.⁶¹ Sermayenin devir süresi düşük olan yatırımlarda girişimcinin kararına, geçici konjonktür durumundan ziyade, uzun vadeli düşük faizli kredi arzı etkili olur.

Faiz politikalarına, normalde, kıt mali kaynakların tayinlanmasına yönelik çeşitli idari düzenlemeler (selektif kredi politikaları vb.) eşlik etmektedir. Selektif kredi politikalarını başarısı, kritik biçimde otoritelerin öncelikli sektörleri doru biçimde

⁶⁰ ADA Zeynep, s16

⁶¹ AKDİŞ Muhammet, s110

belirleme ve tahsisi edilen fonların akıbetini izleme kabiliyetine bağılı bulunmaktadır. Ancak bu konuda, belli bağılı ekonomik faaliyet alanları hakkında tatminkar veri yetersizliğı; yaygın kontroller ve düzenlemeler sonucu nisbi fiyat yapısında ortaya çıkan çarpıklıklar; mal fiyatları, döviz kuru ve uluslar arası faiz oranlarını gelecekte seyrine ilişkin belirsizlikler vb. sebeplerle önemli güçlüklerle karşılaşmaktadır. Genellikle sosyal ve politik mülahazalar ekonomik mülahazalardan önde gelmekte, kamu sektörü ve tüm kamu faaliyetlerini öncelikli kategoride tutma güçlü bir eğilim olarak ortaya çıkmaktadır. Getirisi yüksek incelikli sektörler doğru belirlense dahi, selektif kredi politikaları zaman içinde genel ekonomik büyüme hızın azaltıcı bir eğilim sergilemektedir; zira, fonların belli sektörlerle tahsisi yönündeki eğilimi, öncelikli sektörlerde düşük sosyal getirili projelerin dahi ayırım gözetmeksizin desteklenmesine yol açmakta, bu ise öncelikli olmayan sektörlerdeki yüksek getirili projelerden vazgeçme anlamına gelmektedir. Bu eğilim, sonuçta ekonomide tercihli sektörlerde aşırı kapasite birikimine ve efektif yatırım verimliliğinde azalmaya yol açmaktadır.⁶²

Mali kaynaklar devlet düzenlemeleriyle değıl, tümüyle özel banka sistemince tahsis edilse dahi, bu tahsisin mutlaka verimli ve etkin olması gerekmez. Bankalar hemen tümüyle, yatırımların nisbi getiri oranlarına bakmaksızın piyasadaki “kedi-değeri yüksek” yerleşik büyük firmaları yeni ve daha küçük olanlara tercih edeceklerdir. Diğer yandan; özellikle enflasyonist dönemlerde, stok finansmanına yönelik kısa-vadeli ve üretken olmayan krediler uzun vadeli ve üretken yatırım kredilerine tercih edilecektir. Kıt mali kaynakların stok finansmanına kayması yatırım için gerekli kaynak kıtlığını daha da arttıracak, enflasyonist baskılara katkıda bulunurken aşırı ithalat yoluyla döviz kaynaklarını da israfına yol açacaktır.

Neoklasik teori, sermaye piyasalarını, para dışında tüm reel ve finansal araçların sağladığı getiriyi tek bir reel faiz oranında eşitleyecek tarzda ve kusursuz olarak işlediğini varsaymaktadır. Ancak; gerek gelişmiş ve gerekse gelişmekte olan ekonomilerde sermaye piyasaları bu tarzda işlememektedir. Mali süreçler üzerindeki kısıtlamaların nispeten az olduğu gelişmiş ekonomilerde sermaye piyasaları değışik araçların sağladığı getirileri birbirine yaklaştırmakla birlikte, bu getiriler arasında teknolojik gelişmelerden kaynaklı farklılıklar söz konusu olmaktadır. Ancak,

⁶² BÜYÜKDENİZ Adnan, “Türkiye’de Faiz Politikaları”, İstanbul Bilim ve Sanat Vakfı, 1993, s28

yatırımcıların yeni alanlara geçişini sağlayan bu tür farklılıklar dinamik bir ekonominin karakteristiği olup, teşebbüs dinamizmini teşvik noktasında kaçınılmazdır. Gelişmekte olan ülkeler bağlamında ise bu tür farklılıklar, büyüme sürecinin bir özellik olmanın ötesinde, mali süreçler üzerindeki kısıtlamalar nedeniyle teknolojik gelişmelerden yararlanamamaktan kaynaklanmaktadır. Gelişen ekonomilerde geleneksel ve modern teknolojilerin birlikteliği söz konusu olup, bu teknolojiler kıt fiziki ve beşeri kaynakları farklı verimlilik düzeylerinde kullanmakta, bunun sonucu farklı yatırımların getiri oranları önemli farklılıklar göstermektedir. Yatırımların büyük oranda oto finansman (şirket özkaynakları) yoluyla gerçekleştirildiği bu ekonomilerde, mali aracılık müessesesinin yeterince gelişmemiş olması yüksek getirili modern teknolojilere yatırım için gerekli dış (ödünç) kaynak bulma imkanlarını ciddi biçimde kısıtlamaktadır. Bunun yerine, yatırımlar genellikle düşük getirili ve daha az gelişmiş teknolojilere yapılmaktadır. Dolayısıyla, maliye ve reel kaynakların düşük getirili yatırım alanlarından yüksek getirili alanlara kaydırılması genel ekonomik büyümenin hızlandırılması açısından bir zorunluluk teşkil etmektedir.

Genelde mali liberasyon ve özelde de faiz oranlarını serbest bırakılmasının tasarruf artışı ve daha verimli kaynak tahsisi yoluyla ekonomik büyümeyi hızlandıracak düşüncesi bugün gerek akademik çevreler ve gerekse gelişmekte olan ülkeler politika rehberliği yapan uluslar arası kurumların yeni Ortodoks görüşü haline gelmiştir. Mali serbesti konusundaki mevcut literatür faiz tavanlarını kaldırılması ve bankalararası rekabetin arttırılmasını vurgulamaktadır.

Faiz tavanlarının kaldırılmasını önermek suretiyle dışsal tehditlerin önemini vurgularken, içsel tehditlerin önemini büyük ölçüde ihmal etmektedir. Ancak; faiz oranlarının serbest bırakılması verimli kredi tahsisi için tek başına yeterli olmayıp, içsel tehditler bu yönde önemli engeller oluşturabilir. Bu durum; özellikle sermaye kaynaklarının hemen tümüyle banka kesimi aracılığı ile tahsis edildiği ve hisse senedi piyasalarını ilke düzeyde olduğu gelişen ülkeler bağlamında geçerli olacaktır.

Gelişmekte olan ülkelerde mali piyasalarda tam rekabet koşulları geçerli olmayıp, bankalar mali sektörün hakim kurumları konumundadır. Rekabetçi koşullarda çalışmayan banka kesiminde genellikle yüksek bir piyasa konsantrasyonu ve oligopolistik piyasa yapısı söz konusudur. Tam rekabet-dışı durumlarda, faiz serbestisi sağlansa dahi, piyasa (tam rekabete oranla) daha düşük mevduat düzeyi, yüksek kredi-

mevduat faizi marjları ve kredi tayinlaması yoluyla dengeye gelecektir. Kredi piyasaları rekabete dayalı olarak çalışsa dahi, piyasa dengesini fiyat (faiz oranı) mekanizması dışında kredi tayinlaması yoluyla dengeye gelmesi mümkündür. Diğer bir deyişle; belli bir faiz oranı düzeyinde, ödünç verenler (bankalar) bu talep fazlasına faiz oranlarını arttırarak değil, fakat daha düşük faiz oranı düzeyinde kredi tayinlaması yoluyla reaksiyon gösterebilirler.

Daha yüksek faiz ödemeye razı olan banka müşterileri ortalama olarak daha riskli müşteriler olup, bankanın “en iyi “ müşteri olarak kabul ettiği daha düşük riskli müşterileri yüksek faiz oranlarında ödünç (kredi) almayı tercih etmeyeceklerdir.

Eğer kredi alanlar çeşitli projeler arasında seçim yapma durumunda ise, faiz oranları yükseldiğinde daha riskli projeleri seçme eğilimi göstereceklerdir. Projenin başarılı olması durumunda; ödünç alanın kârı “projenin getirisi eksi ödenen faiz”, bankanın getirisi ise, proje getirini kredi faizini ne oranda aştığından bağımsız olarak sadece (önceden belirlene) kredi faizidir. Projenin başarısız olması durumunda; ödünç alanın kaybı ana paraya karşılık verdiği sabit teminat (eğer varsa), bankanın kaybı ise teminatı üzerindeki tüm kayıplar olacaktır. Bu açıdan; ödünç alının projeden beklenen getirisi proje- riskini artan bir fonksiyonu, bankanın beklene getirisi ise bu riskin azalan bir fonksiyonudur.⁶³

Daha yüksek kredi faizleri, bu faizlerin ödenmesini sağlayacak daha riskli projeleri gerektirdiği için, bankanın tercih ettiği “risksiz” müşteriler için caydırıcı bir etki (ters seçim etkisi) yapacak, bu etki teşvik etkisi ile pekişecektir. Bu durumda bankalar kredi talep fazlasını faiz oranını arttırarak değil, kredi tayinlaması yoluyla gidereceklerdir. Böylece, faiz oranları kıt kredi kaynaklarını kârlılık kriterine göre en verimli tarzda tahsis eden bir mekanizma değil, bu kaynakları “müşteri kredibilitesi”ne göre tayinlayan bir mekanizma olacaktır.

Faizlerin baskı altında tutulduğu dönemlerde, bankalar kredilerini genelde büyük ölçekli ve az sayıda firmada yoğunlaştırmakta, diğer firmalar hakkında yeterli bilgiye sahip bulunmamaktadır. Kredi piyasasından dışlanan firmalar arasında yenilikçi ve oldukça üretken olanları bulunabilir, ancak bankalar bu firmalar hakkındaki eksik bilgileri nedeniyle, bu firmaların gerçek risk durumlarıyla ilgili doğru tespitler

⁶³ A.g.e, s 30

yapmamaktadır. bankalar her müşteri grubunun riskine ilişkin ihtimal dağılımıyla ilgili subjektif tahminler yapmakta, herhangi bir grubun risk dağılımına ilişkin varyans, o grubun yaptığı yatırımları riskliliği ve/veya bankanın grup hakkında bilgi yetersizliği ile orantılı, risk varyansı ise ters orantılıdır. Bu durumda; belli bir grubun beklenen verimliliği diğerine oranla daha yüksek olsa bile, banka açısından beklenen getirisi daha düşük olabilir.

Bankalar her müşterinin riskini tüm olarak belirleyecek yardımcı bilgiye sahip olup, buna göre kredi faiz oranı tespit etmedikçe (ki eksik bilgi durumunda bu mümkün değil), bazı yüksek üretkenlikteki yatırım projeleri banka finansmanı elde edemeyecektir. Ancak bu tür projelerin hisse senedi piyasalarından finansman elde etmeleri mümkündür. Hisse senedi piyasalarını mevcudiyeti sermayenin tahsis verimliliğini arttıracaktır. Risk sermayesi riskli ve verimli yatırım alanlarına yönelirken, bankalar da daha az riskli ve daha az verimli finansman taleplerini karşılayacaktır. Bu açıdan, hisse senedi piyasalarını gelişmesi mali serbesti altında verimli kaynak tahsisi açısından zorunludur.

Gelişen ekonomilerde, yatırım kârlılığının mali kurumlarca (bankalar) bir kredi kriteri şeklinde benimsenmemesinin bir “gerekçesi” olarak piyasa bozuklukları öne sürülmektedir. Buna göre; piyasa fiyatları, işgücü ve sermaye piyasaları eksik rekabete dayalı olduğu için, sosyal üretkenliği yansıtmaktan uzaktır. Bu çarpıklıklar uygulanan kısıtlayıcı kredi ve ticaret politikaları ile daha da şiddetlenmekte ve kâr oranı sosyal üretkenliğin ölçümünde ve kredi tahsisinde yetersiz ölçüt olmaktadır.

3.3.3 Faiz Oranlarının Sermaye Piyasasına Etkisi

Geniş anlamda sermaye piyasası kavramına para piyasası da dahil olmaktadır. Bu durumda gerek kredi arzı ve gerekse kredi talebi, para piyasasından sermaye piyasasına ya da sermaye piyasasından para piyasasına kolayca kayabilmektedir. Faiz haddi iki piyasa arasındaki fon akımını ayarlayan bir düzenleyici olmaktadır. Bazı aracı kuruluşlar özellikle bankalar hem para hem de sermaye piyasası işlemleri yapabilirler. Para piyasası ile sermaye piyasasında cari faiz hadleri değişik olmakla birlikte birbirleri ile ilişkileri bulunmaktadır. Fonlar düşük faiz haddinden, yüksek olana doğru kayar.

Para piyasasında ortaya çıkan faiz oranı artışı, sermaye piyasasını da etkiler. Sermaye ve para piyasasında fon talep edenler ve arz edenler arasında denge, faiz oranı tarafından sağlanır. Fon sağlayanlar ağırlıklı olarak hane halkı olmasına karşın, fon talep edenler hane halkı, işletmeler ve devlet olmaktadır. Fon arz ve talebindeki değişiklikler, faiz oranının yükselmesine ya da azalmasına neden olmaktadır. Ayrıca, diğer bazı etmenler de faiz oranının değişmesine etki etmektedir. Örneğin, beklenen faiz oranındaki değişiklik faiz oranının değişmesine neden olur.⁶⁴

Hisse senetleri finansal varlıklardır. Bu nedenle bunların fiyatları da tahvil fiyatlarına benzer bir biçimde oluşur. Piyasada faiz oranları düştüğü zaman, hisse senetlerinin fiyatları artmaktadır. Faiz oranları yükseldiği zaman ise hisse senetlerinin fiyatları düşmektedir. Çeşitli faiz oranları indeksindeki değişikliklerle hisse senedi portföyünün Pazar değeri arasında da ilişki olduğu yapılan araştırmalarda belirlenmiştir. Buna ek olarak, faiz oranı değişikliğine karşı firmanın hisse senedi fiyatına olan duyarlılığı firmanın sabit oranlı varlık ya/ ya da kaynak tutmasına bağlıdır. Araştırmalar, daha fazla sabit oranlı finansal varlıklara sahip olan firmaların hisse senetlerinin faiz oranları değişikliğine karşı daha duyarlı olduğunu göstermiştir. Sabit oranlı varlıkların vadesinin uzun olması duyarlılığı artırmaktadır.

Büyük hisse senedi portföyü tutan kurumların yukarıda anlatılan konuları değerlendirmeleri gerekmektedir. Ayrıca finansal kurumların hisse senedi fiyatları, faiz oranı değişikliğine karşı daha duyarlıdır.

3.4 Faiz Oranları ve Sermaye Hareketleri İlişkisi

Uluslar arası ekonomiyle ilgili çarpıcı olgulardan biri, mali piyasalar ya da sermaye piyasaları (tahvil ve hisse senedi alım satımının yapıldığı piyasalar) arasındaki yüksek bütünleşme ya da bağlantı derecesidir. Bugün sanayileşmiş ülkelerin çoğunda, yurtdışında varlık tutma üzerinde hiçbir kısıtlama yoktur. ABD’de yerleşik kişiler ya da Almanya ve İngiltere’de yerleşik kişiler servetlerini ister yurtiçinde ister yurtdışında tutabilirler. Bu nedenle söz konusu kişiler bütün dünyada en yüksek getiriye (riske göre

⁶⁴ TEVFIK Arman, "Bankalarda Finansal Yönetime Giriş", TBB, İstanbul, 1997, s26

ayarlanmış) araştırır, böylelikle değişik ülke sermaye piyasalarının getirilerini birbirine bağlarlar.

Döviz kurlarının sonsuza kadar sabit tutulduğu, vergilerin her yerde aynı olduğu ve yabancı varlık tutanların hiçbir zaman siyasal risklerle karşılaşmadıkları en basitinden bir dünyada, varlık tutanların tümünün en yüksek getiriye sahip varlığı seçmenlerini bekleriz.⁶⁵ Hiçbir ülkenin aşağısına ödünç alamaması nedeniyle bu, her yerde dünya sermaye piyasalarında varlıkların getirilerini tam eşitliğe zorlayacaktır. Ancak, bu üç koşuldan hiçbiri gerçekte mevcut değildir. Ülkeler arasında vergi farklılıkları vardır, döviz kurları belki de önemli ölçüde değişebilir ve böylece bir yabancı yatırımın dolar cinsinden geri ödemelerini etkiler. Son olarak, ülkeler bazen sermaye çıkışlarına engeller koyar ya da basitçe kendilerini ödeyememe durumunda bulabilirler. Ülkeler arasında faiz oranlarının eşit olmayışının nedenleri arasında bunlar bulunmaktadır.

Sermaye piyasaları arasında yüksek derecede bütünleşme olması, herhangi bir ülke faiz oranlarını dünya faiz oranlarından çok farklı olmayacağını ifade etmektedir. Örneğin, Kanada'daki getiriler ABD getirilerine göre düşerse, ödünç verenler fonlarını Kanada'dan çekeceği için Kanada'dan bir sermaye çıkışı olur, borç alanlar ise Kanada'daki fonlarını yükseltmeye gayret ederler. Ödemeler dengesi açısından bu, faiz oranlarındaki görece bir düşüşün (ülke faiz oranlarında dışarıdakilere göre bir düşüşün) ABD'de yerleşik kişilerin dışarıda ödünç vermelerinden ileri gelen sermaye çıkışı nedeniyle ödemeler dengesini kötüleştireceğini anlatır.⁶⁶

Faiz oranlarının sermaye akımlarını ve ödemeler dengesini etkilediğinin kabul edilmesi, istikrar politikası açısından önemli sonuçlar doğurur. Birincisi, para ve maliye politikalarının faiz oranlarını etkilemekleri nedeniyle bu politikalar sermaye hesabı ve dolayısıyla ödemeler dengesi üzerinde bir etkiye sahiptirler. Para ve maliye politikalarını ödemeler dengesi üzerindeki etkileri sadece ticaret dengesi etkileriyle sınırlı olmayıp sermaye hesabını da kapsamaktadır. İkinci sonuç şudur: Uluslar arası sermaye akımları söz konusu iken, para ve maliye politikalarını ülke ekonomisinin ve ödemeler dengesini etkilemekteki işleyiş biçimi değişmektedir.

⁶⁵ FISHER Stanley, "Makroekonomi" Akademi Yayın, 1998, s 165

⁶⁶ a.g.e, s 166

3.4.1 Faiz Oranları ve Döviz Kuru İlişkisi

Ulusal para otoritelerinin faiz oranlarını belirlemedeki özellik derecesi, sermaye piyasasının dışında ülkenin büyüklüğü, ticarete açıklık, uluslararası borçları, enflasyonist baskılar ve döviz kuru rejimi gibi faktörlere bağlıdır. Bütün bu faktörler bir parasal otoritenin faiz oranlarını belirlemede ne kadar geniş bir alana sahip olduğunu belirlerken, karşılıklı etkileşim içindedirler.

Bir ülke şu üç şeye aynı anda sahip olamaz: açık sermaye piyasaları, döviz kuru üzerinde kontrol ve bağımsız para politikası.

Sermaye piyasası açık olan bir ülke, döviz kurumun serbestçe dalgalanmasına izin vermek şartıyla faiz oranlarını hala kontrol edebilir. Fakat böyle bir ülke döviz kurumu yönetmek isterse, faiz oranları üzerindeki kontrolünü bırakmak ve onu döviz kuru hedefleriyle uyumlu bir şekilde tutmak zorundadır.

Tam esnek döviz kurları altında merkez bankası yabancı faiz oranlarındaki artışı dengelemekle yükümlü değildir. Sermaye yurtdışındaki yüksek faiz oranları nedeniyle ülkeyi terk edecektir. Bu zaman piyasayı dengeye getirmek için döviz kuru uyum sağlamak zorundadır. Yani, yerli para döviz karşısında değer kaybedecektir. Böylece döviz arz ve talebi dengelenir. Dolayısıyla, merkez bankası müdahalesi olmaksızın ödemeler dengesi sıfıra eşit olmak zorundadır.

Tam sermaye hareketliliği altında en ufak faiz farklılığı sonsuz miktarda sermaye akımını özendirir. Bu nedenle, sermaye akımını özendirir. Bu nedenle, sermaye hareketliliği tamamen merkez bankaları sabit döviz kurları altında bağımsız bir para politikası yürütemezler. Bunun deneni böyle olduğunu görmek için, bir ülkenin faiz oranlarını yükseltmek istediğini kabul edelim. Ülke sıkı para politikası uygulayınca faiz oranları yükselir. Dünya çapında portföy tutanlar; yeni orandan yararlanmak için servetlerini derhal söz konusu ülkeye kaydırırlar. Çok büyük sermaye girişinin bir sonucu olarak ödemeler dengesi bir fazla verir, yabancılar ülkeye ait varlıkları satın almaya çalışarak döviz kurunun değerlenmesine yol açar ve merkez bankasını döviz kurunu sabit tutmak üzere müdahale etmeye zorlarlar. Merkez bankası ülke parası karşılığında döviz satın alır. Bu müdahale ülkenin para stokunun artmasına neden olur.

Sonuç olarak ilk parasal daralmak tersine çevrilmiştir. Yurtiçi faiz oranları başlangıç düzeyine düşünce bu süreç sona erer.⁶⁷

Sonuç şudur: Bir ülke, sabit döviz kurları ve tam sermaye hareketliliği altında bağımsız bir para politikası sürdüremez. Faiz oranları, dünya piyasasında geçerli olan faiz oranlarından farklı olmaz. Bağımsız para politikası özlenmesi yönünde bir girişim, sermaye akımlarına ve faiz oranları dünya piyasasındakilerle tekrar uyuşuncaya kadar bir müdahale gereksinimine yol açar.

Sabit bir döviz kuru sürdürme taahhüdü para stokunu içsel kılar, çünkü merkez bankası sabit döviz kuru üzerinden talep edilen döviz ya da ulusal parayı sağlamak zorundadır.⁶⁸ Yani, yükselen dış faiz oranları sabit döviz kuru ve açık sermaye piyasalarına sahip bir ülkeyi zor bir seçimle karşı karşıya bırakır, ya ulusal parayı korumak için faiz oranları yükseltilecektir ya da döviz kuru hedefi terk edilip devalüasyon yapılacaktır. Paranın değerini korumak için yapılan döviz müdahalesi, sadece sonucu geciktirir.

Bunun örneği; Almanya 1991-1992'de birleşmenin maliyetine cevap olarak faiz oranlarının artırdığında ortaya çıkmıştır. Birleşmeden sonra Batı Alman hükümeti Doğu Almanya'da çok büyük mali genişlemeye girişti. Mali program Doğu Almanya'nın geniş ölçekli yatırımları sanayi kesimi yatırımlarını ve işsizlerle zarar eden firmalarda çalışanlara kapsamlı bir gelir destekleme programını kapsamaktaydı.

Büyük mali genişleme, Doğu Almanya'daki ekonomik çöküşün hafifletilmesine yardım etmiştir. Ama bu, büyük bütçe açıkları pahasına yapılmıştır. Genişletici maliye politikası, cari işlemler bilançosunda bir kötüleşmeyi, yüksek faiz oranlarını ve Alman markının değer kazanmasını beraberinde getirmiştir.

Batı Almanya dünya piyasalarında net alacaklıyken, cari işlemler bilançosunda 1991'de başlayan bir açık ortaya çıkmıştır. Alma kaynakları dünya piyasasını gereksinimlerini karşılamaktan Doğu Almanya'nın yeniden inşasına yönlendirilmekteydi.

Alman mali genişlemesinin, Almanya'nın kendileriyle sabit döviz kuruna sahip olduğu Avrupalı ticaret ortakları üzerinde, arzu edilmeyen yan etkileri oldu. Doğu'nun

⁶⁷ a.g.e, s 169

⁶⁸ a.g.e, s 171

talebi çoğunlukla Batı Alman mallarına yöneldiği için Batı Almanya'da ekonomik aşırı derecede ısındı. Bu ısınmaya tepki olarak Bundesbank faiz oranlarını belirgin bir biçimde yükselterek para politikasını sıkılaştırdı.

Fransa ve İtalya gibi ülkeler, ilke olarak, Avrupa para sistemi içinde paralarını devalüe etmek seçimiyle yüz yüze geldiler, yoksa bu ülkeler kendi faiz oranlarını Alman faiz oranlarıyla birlikte artmasına izin verebilirlerdi. Söz konusu ülkeler, istikrarlı döviz kurlarına değer verdikleri için Almanya'daki faiz oranlarına uyarlamak amacıyla kendi faiz oranlarını yükselterek paralarını savunma yoluna gittiler. Almanya'da olduğu gibi mali bir genişlemeden yararlanamadıkları için bu ülke ekonomileri belirgin bir biçimde yavaşladı. Almanya'nın ticaret ortakları, faiz oranlarının düşürmesi için Bundesbank'ı zorlamaya devam ettiler, ancak Bundesbank enflasyonla mücadeleye devam etmesi gerektiğini öne sürdü. Bu olay, ülkelerin politikaları birbirine ters düştüğü ya da ülkeler herkes için ayın olmayan dengesizliklerle karşılaştıkları zaman sabit döviz kurunu sürdürmenin güçlüğüne işaret etmektedir.

Sermaye hareketliliği, pek çok gelişmekte olan ülkenin karşı karşıya bulunduğu kısıtlamaları azaltmaktadır. Brezilya'daki son ekonomik kriz bunun bir örneğidir. 1998'de Brezilya hükümeti, daha önceki Meksika, Tayland, Endonezya, Rusya ve diğer ülkelerde spekülasyon atakların zorladığı devalüasyondan kaçınmak istemişti. Yeniden seçilen başkan Cardoso, ülkenin para birimi olan reali sabit döviz kuru sistemini korumak için, bütçe açıklarını azaltmak ve faiz oranlarını artırmak sözü verdi. Brezilya bu politika tercihindan ötürü IMF ve ABD hükümeti tarafından 41.5 milyar dolarlık krediyi içeren bir istikrar programı ile ödüllendirildi. Faiz haddini yükselmesine rağmen bütçe açığı yüksek kaldı ve yabancı yatırımcılar hükümete güvenlerini kaybederek milyarlarca doları ülke dışına çıkardılar. Döviz kurunu korumak için birkaç milyar dolar rezerv kaybettikten sonra Brezilya hükümeti bu işi bıraktı. Brezilya hükümetini faiz hadlerini yüksek tutmaya ve kamu harcamalarını azaltmaya iten şey, sadece yabancı yatırımcıların baskısı değildi. Ayrıca ülkenin büyük miktardaki yabancı para borcu ve yüksek enflasyon tarihi de bunda etkili oldu. Eğer Brezilya paranın değer kaybetmesine izin vermiş olsaydı, faiz hadlerini düşürebilir ve sert mali tedbirler almak zorunda kalmazdı. Fakat Brezilya'nın döviz kurunu sabit tutma isteği, uzun dönem enflasyonist dinamiğinden kaynaklanmaktadır. Bu dinamik ancak yakın geçmişte yeni bir paranın

arz edilmesi ve diğer tedbirlerle kontrol altına alınabilmektedir. Ayrıca yine Brezilya bu kadar büyük bir borca sahip olmasaydı, mevcut dış borçlarını yine dış borçla ödemek için sürekli sermaye girişine bağımlı olmazdı ve yabancı kreditorleri memnun etmeye çalışmazdı.

Özetlemek gerekirse, kur politikaları ile faiz politikası arasındaki sıkı ilişki gözden kaçırılmamalıdır. Döviz kuru ülke ekonomisine reel ve parasal değişkenlerin baskısı ile dış şartların oluşturduğu baskının meydana getirdiği etkilerin bileşimi sonucu oluşmaktadır. Yatırımcı elindeki fonu değerlendirirken, dövizde yaptığı yatırım getirisi ile yerli paranın getireceği faizi karşılaştırmaktadır.

Faiz oranlarının yükselmesi, kredi maliyetlerinde de artışa yol açacağından, faiz politikasıyla kur politikasının uyumlu ve tutarlı olması gerekmektedir. Aksi takdirde, döviz kurlarındaki hızlı artışlar, uygulanan faiz politikasını etkisiz hale getirecek ve ekonomideki dengeleri tamamen bozacaktır.

3.4.2. Sıcak Para Politikası

Bir ülkede reel faizlerin yüksek olması, devalüasyon oranının enflasyon oranından düşük olması ve yerli paranın değer kazanıyor olması, bundan yararlanmak isteyen kısa vadeli yatırımcıları o ülkeye şevk etmektedir.⁶⁹

Gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye akımlarının artmasının en önemli nedenlerinden birisi gelişmiş ülkelerin uyguladıkları gevşek para politikası sonucu uluslararası faiz oranlarının düşmesidir.

Kısa vadeli sermaye en iyi kazancı sağlamak amacıyla bir yatırımdan diğerine dönüşebilmektedir. Eğer döviz kurları ve faiz oranları arasında bir uyumsuzluk söz konusu olursa, uluslararası sermaye bu farklılıktan yararlanmak amacıyla kar sağlayan pazara doğru hareket etmektedir. Arbitraj, döviz kurlarındaki bir farklılıktan veya ülkelerarası faiz farklılığından yararlanmak amacıyla yapılan ve bir risk taşımayan uluslararası sermaye hareketidir.

⁶⁹ “Para ve Finans Ansiklopedisi”, s 1422

Dış portföy yatırımlarının önemli bir kısmını meydana getiren bu akımların amacı, faiz oranlarındaki farklılıklardan ve döviz kurlarındaki değişimlerden yararlanarak yüksek kazançlar elde etmektir.

Sıcak para politikasının esasını, faiz oranlarını yükselttilerek kısa vadeli fakat büyük montanlı para fonlarının ülkeye çekilmesi oluşturmaktadır. Ulusal tasarruf oranları düşük, döviz ve sermaye sıkıntısı içindeki birçok az gelişmiş ülke, sermaye girişi ve çıkışı ile gelirlerinin transferi üzerindeki kısıtlamaları kaldırarak veya yumuşatarak bu fonların ülkelerine girişini özendirmektedirler. Kısa

vadeli spekülâtif sermaye akımının iki kaynağı bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, özellikle Latin Amerika ülkelerinde görüldüğü gibi geri dönen sermayedir. Denizaşırı ülkelerde servet sahibi olan yatırımcılar, uluslar arası faiz oranlarını düşmesi ve kendi ülkelerindeki yatırım ortamının düzelmesi nedeniyle tekrar kendi ülkelerinde yatırım yapmak istemektedirler. Sıcak paranın ikinci kaynağı ise, potansiyel olarak çok daha büyük olan sanayileşmiş ülkelerdeki kurumsal yatırımcılardır.

Sanayileşmiş ülkelerdeki olumsuz ekonomik konjonktür (düşük faiz oranları, resesyon, işsizlik vb.) nedeniyle gelişmek olan ülkelere yönelen portföy akımları, bu piyasalarda istikrar ve büyüme potansiyeli aramaktadırlar. Eğer gelişmekte olan ülkeler bu nitelikleri sağlama konusunda başarı gösterirlerse, kurumsal yatırımcılar bu piyasalar uzun vadeli bir bakış açısıyla yaklaşacaklar ve buralara ayırdıkları fonların miktarını artıracaklardır. Ama gelişmeler sadece olumlu dış ekonomik konjonktüre bağlı kalırsa, bu piyasalar yönelen portföy akımları da kısa vadeli yapısı korumaya devam edecektir. Sıcak para akımı, başlangıçta ülkenin ödemeler bilançosunu olumlu yönde etkilemekte fakat zaman geçtikçe yoğun nakit girişleri ülke parasının aşırı değerli hale gelmesine yol açmaktadır.

Yüksek faiz ve düşük kur politikasının sürdürülmesi, bir süre sonra kur değişikliği beklentisini de artırdığından, büyük çaplı bir sermaye kaçıışı tehlikesi her an yaşanabilmektedir. Cari açıklardaki büyümenin sürdürülebilir sınırları aşması ve rezerv artışlarını son bulması ile birlikte, önce sıcak para yön değiştirmekte, arkasından dış bankaların krediler kısıması sonucu mali kriz kaçınılmaz olmaktadır.

“Sıcak para politikasından amaçlana, bu mekanizmanın kullanılarak kısa vadede şirketleri ve seçmeni memnun etmektir” denilebilir. Sıcak para süreci genellikle kronik bütçe açıkları ve kronik enflasyon yaşayan ülkelerde yaşanmaktadır. İktidar

finansal piyasaları kısa zamanda yatıştırmak veya seçmenleri memnun etmek için acele bir çare arar ve döviz kurların enflasyonun altında tutulması kararlaştırılır. Örneğin 3 aylık bir dönemde enflasyon %20 iken kurlar sadece %5 düzeyinde artabilir. Bunun ilk etapta üç etkisi olduğu görülür.⁷⁰

Döviz fiyatları yavaş artınca tüm ithal mallarının fiyatları da yavaş artmaktadır. Bu da genel fiyat seviyesini etkileyerek, enflasyon oranlarını birkaç ay içinde azalmasına neden olmaktadır.

İkinci sonuç, yerli para cinsinden maaşlar ve ücretler aniden daha çok ithal malı satın alabilecek duruma gelir. Üçüncü etki ise faizler konusunda gelişir. Kurlar enflasyonun altında kalınca yerli para ödenen yıllık bileşik faizler dolar cinsinden ölçüldüğünde bir anda %10'lar düzeyinden %30-40'lara çıkar.

Bu gelişmelerin ilk etkilerine baktığımızda; bir kere çalışan kesim bir anda görelî olarak rahatlamaktadır. Çünkü daha çok tüketim yapabilmektedir. Enflasyon görelî olarak düşmektedir. Elinde doları olanlar bunları bozdurmakta yerli para cinsinden bunları faize yatırmaktadır. Sonuçta satılan dövizler Merkez Bankasında toplanmakta ve döviz rezervlerini artırmaktadır.

Kronik enflasyon ve kronik bütçe açıkları ortamında kurlar üzerinde baskı kurmak kolay değildir. Bir ülkede kronik bütçe açığı varsa, ya para basılır ya da piyasalardan borçlanmak gerekir. Bütçe açıklarını yeni basılan paralarla kapatmaya çalışmak, piyasadaki yerli para miktarını şişmesine yol açacağı için yerli paranın döviz karşısında ucuzlaması gündeme gelir. Oysa sıcak para politikası bunun tersini amaçlamaktadır. Politika, yerli parayı döviz karşısında daha pahalı tutma üzerine kuruludur.

Yani sıcak para politikası uygularken, bütçe açıklarını para basarak kapatmak mümkün değildir. Tek çare bono satmaktır. Bonon satmanın maliyeti de ödenecek olan faizdir. Bu da bütçe açığını artırır ve daha fazla bono satmak zorunda kalınır. Faiz ödemek için de borçlanmak zorunda kalınacağından iç borçlar şişer. Ancak bu şekilde kurlar üzerindeki baskıyı sürdürmek mümkün olabilir.

Sıcak para politikasının yol açtığı sürdürülmeyecek politikalar şunlardır:

⁷⁰ NEFTÇİ Salih, Sıcak Para Politikası''Hürriyet, Sayı:10 Şubat 1996, s7

- Sıcak para politikası süresince kur ayarlamalar enflasyonun altında tutulur, yerli paranın değeri yükselir, ithal malları gittikçe ucuzlar, ihracat gittikçe tökezler ve dış dengedeki bozulma her geçen gün artar.
- Politikaya devam ettikçe bono stoku şişer, bir süre sonra monetizasyon veya konsolidasyon riskleri ciddi boyutlara varır. Bu durumda bono satmak için yatırımcıya tefeci faizleri ödenmeye başlanır, bu durum iç borçlanmadaki olumsuz gidişi daha da hızlandırır. Bu matematiksel olarak sürdürülmesi mümkün olmayan bir durumdur.
- Sıcak parayı sürdürmek için kur artışlarını enflasyonun altında tutan bir hükümet, yabancı malların fiyatını yerli mallara kıyasla yapay olarak düşürmüş olmaktadır. Yabancı üretici yerli sanayiciye karşı (yapay) bir rekabet gücü elde etmektedir. Yabancılar yapay bir rekabet üstünlüğü vermek, piyasaları kendi eliyle onlara teslim etmek demektir.
- Sıcak para politikası sırasında bono alan yatırımcılar çok yüksek gelirler elde edebilmektedir. Sıcak para politikasında bu gibi yüksek faiz dönemleri sık sık tekrarlanır. Bu durum da uzun dönemde sürdürülemeyecek bir politikadır. Çünkü böyle dönemlerde yatırımcılar reel yatırım yapmaktansa bono satın almakta ve %40-50 gibi reel faizlerden vazgeçmek istememektedirler. Sonuçta ülke reel yatırıma yönelmekte ve sanayileşmede geri adım da buradan kaynaklanmaktadır.

Sonuç olarak ithalatın ucuzlaması ve dış ticaretin serbestleştirilmesi sonucu artan iç talep, cari işlem açıklarının büyümesin sebep olmaktadır. Aşırı değerli paralar, ihracatçıların fiyatta rekabet güçlerini de azaltmaktadır. Bütün bunlar ülkede devalüasyon ihtimalini güçlendiren gelişmelerdir. Devalüasyon, sıcak para için her zaman önemli bir risktir ve yatırımcılar daha çok devalüasyon sonrası dönemleri bekleyerek piyasadan çekilmeyi tercih etmektedirler. Devalüasyon riski nedeni ile ülkeden çıkan para, ödemeler bilançosunun bozulmasına, enflasyonun, artmasına, faiz oranlarının yükselmesine ve yatırımların yavaşlamasına neden olur.⁷¹

Sıcak para denen uygulamalar bir kere başladıktan sonra bu süreçten kurtulmak oldukça uzun zaman alır. Çünkü ekonomik bir krize bile girse politikacılar hemen yeni

⁷¹ “Para ve Finans Ansiklopedisi”, s 1423

bir sıcak para politikası başlatmaktadır. Bu da başlangıçta toplumu geçici olarak kısmen rahatlatmakta, fakat daha sonra sorunlar daha da kötüleşmekte,. süreç devam edip gitmektedir.

3.5 Faiz Oranları ve Enflasyon

Literatürde ve uygulamada değişik faiz türlerinden söz edilir: Özellikle reel ve nominal faiz ayrımı çok yaygındır. Reel faiz, fiyat hareketlerinden arındırılmış, satın almak gücü cinsinden ifade edilen faizdir. Piyasada beyan edilen faizler nominal faizler olup, fiyat hareketlerinden arındırılmamışlardır. Reel faiz oranlarıyla nominal faiz oranları arasındaki ilişkiyi aşağıdaki denklemle gösterebiliriz.⁷²

$$R = \dot{I} + L \quad (3.1)$$

Eşitlikteki $\dot{I}$ reel faiz oranlarını, R nominal faiz oranlarını, L ise beklenen enflasyon oranların göstermektedir. Denklem (3.1), bu yüzyılın tanınmış Amerikalı iktisatçılarından olan ve faiz oranı-enflasyon bağlantısını çözümleyen İ. Fisher'den sonra Fisher denklemi diye adlandırılmıştır.

Fisher denklemi, paranın büyümesi, enflasyon ve faiz oranlarıyla ilgili önemli bir bulguya dikkat çekmektedir. Uzun dönemde tüm uyarlamalar olduğunda enflasyondaki bir artış tümüyle nominal faiz oranlarına yansır. Nominal faiz oranları, enflasyondaki artışla bire-bir yükselir. Enflasyon ve nominal faiz oranları arasında böyle güçlü bir ilişkinin nedeni uzun dönemde reel faiz oranlarının enflasyon oranını etkileyen parasal dengesizliklerden etkilenmemesidir.

Paranın büyüme oranında sürekli bir artış, önce nominal faiz oranlarında bir düşmeye yol açar. Daha sonra çıktı ve enflasyon artarken faiz oranları yavaş yavaş yükselir. Uzun dönemde, faiz oranları paradaki büyüme ve enflasyonla aynı miktarda artış gösterir.

Enflasyon beklentilerinin oluşturulma yolu, Fisher denkleminin uzun dönem sonuçlarını olmasa bile, faiz oranlarının reel ve nominal parasal büyümedeki bir

⁷² PAYA Melih, "Para Teorisi ve Para Politikası" İstanbul, Filiz Kitabevi, 1994, s122

değişikliğe uyarlanma yolunu etkileyecektir. Beklentilere bağlı olarak nominal oran yükselmeye başlayabilir ya da önce düşebilir, daha sonra da yükselebilir.⁷³

Daha önce ifade edildiği gibi, beklenen enflasyon ne kadar yüksek ise nominal faiz de o ölçüde yüksek olmaktadır. Yapılan bir çok test çalışması beklenen enflasyon oranının geçmiş enflasyon arının önemli ölçüde etkilediğini bulmuştur. Yapılan bir çok çalışma ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde reel faizlerin önemli ölçüde yükseldiğini ve ekonomik istikrar çabalarının olumsuz etkilediğini göstermiştir. Gerçekten de yüksek reel faizler istikrarı gerçekleştirme çabası içine giren ekonomileri kaçılması ve karılması son derece güç olan kesat bir dairenin içine sokabilmektedir.

Faiz ve enflasyon ilişkisine bir de başka açıdan bakabiliriz. Faizin maliyet unsuru olduğu ve yüksek faizin maliyet enflasyonuna neden olduğunda ısrarla duruluyor. Konuyu firma veya mikro açıdan ele alalım. Faiz oranları düşürülünce firmanın finansman maliyeti iner ve maliyet enflasyonu da önlenir ve ya azalır. Fakat talep enflasyonu artar. Zira faiz oranının düşmesinin nedeniyle elinizdeki artan para veya fonlar ya mal stokuna yatırılacak veya diğer harcamalarda bulunulacaktır. Bu da talep enflasyonunu yaratacaktır.

Yüksek reel faizlerin ekonomik bunalım dönemlerinin ve stabilizasyon çabalarının ortak bir unsuru olmasının çok sayıda örnekleri vardır. ABD, Federal Almanya, İsviçre, Japonya ve Fransa gibi ülkeler uzun dönemli anti-enflasyonist politikaları yeğleyerek enflasyonun üzerinde faiz politikasının yani reel faiz uygulayarak uzun dönemli daraltıcı politikaları benimsediler. Faiz oranlarını yükselterek, tüketim yerine tasarrufu özendirdiler. Bunun yanında enflasyon oranı üzerindeki kredi faizleri ile yatırımların verimsiz alanlardan verimli alanlara kaymasını amaçladılar. Sonuçta yüksek kredi faizleri yatırımların marjinal verimini de yükselecekti.

Bu ülkeler uyguladıkları diğer anti-enflasyonist politikalarla da, enflasyonu tek haneli rakamlar sınırında tutabildiler.

Tasarrufa ödenen faizi enflasyon üzerinde belirleyen bu ülkelerden, yalnızca Fransa, Hazine Bonosu faizini enflasyon oranı üzerinde saptamış, tasarruf faizini ise enflasyon oranını altında bırakmıştır. Ama; kredi faizlerinin yükselmesinin önlenmesi

⁷³ FİSHER Stanley, "Makroekonomi" Akademi Yayın, 1998, s 498

olmasına rağmen, kredi faizleri sürekli yükselmeye devam etmiş, enflasyon oranı ise 1985'e kadar ancak %8.6'ya indirebilmiştir. Bu gelişmenin yanısıra Fransa'da, büyüme oranı 1985'de 1.7 gibi düşük bir oranda gerçekleşmiştir.

1985 yılında enflasyon oranı %7 olan İngiltere, %10'luk faiz oranı; enflasyon oran %3 olan F. Almanya, %7 faiz oranı; enflasyon oranı %2 olan Japonya ise %6 faiz oranı, enflasyon oranı %10 olan İspanya da %12 faiz oranı uygulayarak enflasyonu frenleyebilmişlerdir.

Enflasyon oranı 1988 yılında Fransa'da %2.2.; F. Almanya'da %1.5; İtalya'da %5.2; İngiltere'de %54.5; ABD'de biraz yükselerek %4.7; Japonya'da ise %1.5 olarak gerçekleştirmiştir. Bunun yanında büyüme oranı, 1987 ekim ayında yaşanan borsa krizine rağmen oldukça iyi düzeylerde gerçekleşmiş fakat yine de büyüme oranları yetersiz kalmıştır.⁷⁴

Kısa dönemli anti-enflasyonist politikalar kapsamında İsrail, Arjantin ve Brezilya'nın şok politikaları, yüksek enflasyona karşı gerçekleştirilen uygulamalara örnek oluşturmuşlardır. Uzun yıllar yüksek enflasyon ile yaşayan bu ülkeler hazine bonusu, mevduat faizi ve iskonto oranlarını enflasyon oranını altında tutmuşlar; fakat uyguladıkları diğer istikrar tedbirleri ile de enflasyonu düşürmeyi başaramamışlardır.

1985 yılına kadar özellikle ödemler dengesinde kalıcı iyileşmeyi ve enflasyon hızında yeterli bir gerilemeyi sağlamak amacıyla, bu ülkeler klasik sıkı para ve Maliye politikalarını izlemişler, ancak enflasyonu düşürme konusunda başarı gösterememişlerdir. Bunun üzerine enflasyonla bir arada yaşamayı kabullenerek, endeksleme yolunu seçmişlerdir.

1986 yılından itibaren yeni istikrar tedbirlerini uygulamaya koyan bu ülkeler, hedef olarak, şok kararlarla yüksek enflasyonu kısa sürede durdurmak yolunu seçmişlerdir.

Programın ortak özellikleri, fiyat ve ücret kontrolleri, sabit döviz kuru politikası, sıkı bütçe politikası ile esnek para politikasını bir arada uygulanmasıdır.

örneğin, İsrail 1985, 1 Temmuzunda uygulamaya koyduğu istikrar paketinde;

⁷⁴ ÜNAL Targan, "Enflasyonist Ortamda Faiz Politikaları ve İşletmeler Üzerinde Etkileri", İTO, İstanbul, 1990, s. 39

- Bütçe açığını %17'den %8'e düşürmeyi,
- Ücretler ve fiyatları 3 ay için dondurmayı;
- Shekel devalüe edilerek (%19), sabit döviz kuru uygulamasını geçmeyi;
- Yüksek faiz uygulayarak, yüksek enflasyondaki kredi taleplerini kırmayı;
- Tasarrufları belirli bir döviz sepetine bağlamayı amaçlamıştır.

İsrail, enflasyonla olan mücadelesinde önemli başarılar elde etti. 1 yıllık uygulama sonunda enflasyon 1986'da yıllık %48'e geriledi. Büyüme hızı 1985'de %2.5 iken 1986'da %2.2'ye düştü, fakat stagflasyon olmadan bir büyüme gerçekleştirildi. 1984'de 5373.5 enflasyon oranı ile % 1.8 büyüme dikkate alınır, İsrail'in uyguladığı politikanın başarılı olduğu nitelendirilebilir.

Brezilya ise 28 Şubat 1986'da itibaren tam olarak endekslemeden vazgeçerek, döviz kurunu sabitleştirmiş, ayrıca fiyatları dondurmıştır.⁷⁵ Cruzada Planı olarak bilinen tedbirler ile, yüksek faiz uygulamasına başlamış bir yıldan uzun vadeli tasarruf araçları getirisi Hazine bonolarına endekslenmiştir. Cruzada olarak adlandırılan yeni yerel para tedavüle çıkarılmış, vergi ve stopaj oranları indirilmiştir.

Plan sonucunda aylık enflasyon %1.5'lara çekilirken, yıllık büyüme %8 olarak gerçekleşti. Fakat fiyatları dondurma politikasından vazgeçilen 1987 Ocak ayında, enflasyon aylık % 17'ye fırladı. Hemen ardından, Brezilya dış borç ve faizlerini ödemeyeceğini ilan etti.

Enflasyona karşı savaşta bu ülkelerin deneyimleri ve uyguladığı politikaların gözardı edilmemesi, sos-ekonomik koşulları değerlendirilerek dikkate alınması gerekmektedir. Ancak bu tür politikaların başarısı bir toplumsal uzlaşma ile mümkün görünmektedir.

Ülke uygulamaları, yüksek enflasyonla mücadelede yüksek faiz politikasını uyguladığını gösterirken diğer taraftan bu politikanın uygulanan para ve maliye politikasını bir parçası olduğunu, enflasyonla mücadeleyi yalnız bir para ve faiz politikası ile sınırlandırmanın mümkün olmadığını göstermektedir.

⁷⁵ A.g.e, s44

4. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SİSTEME İLİŞKİN DÜZENLEMELER VE FAİZ POLİTİKALARI UYGULAMASI

Türkiye’de faiz rejimi 1980 öncesi, 1980-1989 dönemi ve 1989 sonrası olmak üzere üç dönemde incelenebilir. Faiz oranları 1980 yılı öncesinde tamamen kamu otoritesi tarafından belirlenirken, 1980 yılı sonrasında kredi faiz oranları serbest bırakılmış, mevduat faiz oranları ise 1980 yılı sonrasında bir müddet serbest bırakılmış daha sonra 1989 yılına kadar tekrar kontrol edilmiştir. 1989 yılı sonrası ise tüm faiz oranları serbest bırakılmıştır.⁷⁶

4.1 1980’den Önceki Dönem Uygulanan Güzümlü Faiz Politikası

Türkiye’de Haziran 1980 tarihine kadar devlet, kamu yararı noktasından hareket ederek faiz oranlarına müdahale etmiş ve hem mevduat hem de kredi faizlerini saptama yoluna gitmiştir. Örgütlenmemiş para piyasasında ve taksitli satış kredilerinde uygulanan faiz oranları dışında tüm faiz oranları kamu otoritelerini denetimi altında belirlenmiştir.

Türkiye’de tefeciliği önlemek amacıyla Cumhuriyet öncesinde faiz oranları devletçe saptanmıştır. Bu uygulama alandan en önemlisi, “Murabaha Nizamnamesidir.” Nizamnameyle, her türlü adi ve ticari borçlara uygulanacak en yüksek faiz oranı yüzde 9 ile sınırlandırılmış, borcun vadesi ne kadar uzun olursa olsun faiz toplamının hiçbir şekilde anaparayı geçmeyeceği ve bileşik faiz alınamayacağı hükme bağlanmıştır.

Cumhuriyet Türkiye’sinde tavan faiz oranları yasalarla belirlenip yine yasalarla değiştirilmiştir. Tavan faiz oranları ve yasanın diğer haddeleri 08.06.1933 tarih

⁷⁶ Akçay A.Memduh, “Para Politikası Araçları” DPT, Ankara 1997 s 32

ve 2279 sayılı “Ödünç Para Verme İşlemi Yasası” ile belirlenmiştir. Bu yasa, 25.06.1938 tarih ve 3399 sayılı yasa, 15.08.1951 ve 5841 sayılı yasa ve 18.07.1960 tarih ve 18 sayılı yasayla üç kez değiştirilmiştir.⁷⁷

Faiz oranlarının yasalar yoluyla belirlenmesine 18.05.1961 tarih ve 302 sayılı yasayla son verilmiştir. 1961 yılında faiz oranlarının belirlenmesinde Banka Kredilerini Tanzim Komitesine, Bakanlar Kuruluna öneride bulunma görevi verilmiş ve Karar almada Bakanlar Kurulu yetkili kalmıştır. 1961 ve 1970 yıllarında faiz oranları 2 kez değiştirilmiş ve 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu’nun 40. maddesi II/b-c fıkralar gereğince, TCMB’ye ödünç para verme işlerinde ve mevduat kabulünde alınacak ve verilecek azami faiz oranlarını, mevduatta vadeleri belirleme, kalkınma planları doğrultusunda desteklemek istediği sektörlerle bankaların plasman toplamalarının belirli bir oranını tahsis etmelerini isteme yetkisi tanınmıştır.

Bu konudaki ilk düzenleme mevduat ve kredi faiz oranları tavanlarının belirlenmesi hususunda 07.08.1970 tarih ve 121/9720 sayılı TCMB Banka Meclisi Kararıyla yapılmıştır. Düzenleme ile öncelikli sektörlerin kredi faiz oranları düşük tutulurken, bu tür krediler için bankalara faiz farkı iadesi yapılmıştır. Faiz oranlarında 1970 yılından sonraki ilk değişiklik, enflasyon oranlarının yükselmesi ve faizlerin çok düşük kalması nedeniyle 1978 yılında yapılmış, mevduat ve kredi faizleri yükselmiştir. Yatırımları ve üretimi teşvik etmek amacıyla 1970’li yıllar boyunca düşük düzeylerde tutulan nominal faiz oranları, dönemin sonralarına doğru enflasyonun gittikçe hızlanması nedeniyle reel olarak önemli ölçüde negatif düzeylere inmiştir. Bu gelişme, ekonomik birimlerin banka mevduat gibi mali varlıklara olan talebini hızla düşürerek paranın dolaşım hızının yükselmesine ve dolayısıyla enflasyonist dolaşım hızının yükselmesine ve dolayısıyla enflasyonist baskıların daha da artmasını neden olmuştur. Diğer taraftan, mevduatın reel getirisinin negatif düzeylerde seyretmesi nedeniyle birikimlerin banka sisteminden çekilerek fizik mallara, döviz ve örgütlenmemiş mali

⁷⁷ Akalın Uğur S. “Faiz Oranlarının Tüketim ve Tasarruf Etkisi: Türkiye Deneyi (1963-1984)” Marmara Üniversitesi, Doktora Tezi, İstanbul 1985 s

piyasalara yönelmesi, Kaynak dağılımını bozarak ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemiştir. Gerek bu olumsuz koşulları ortadan kaldırmak amacıyla ve gerekse uluslararası finans kuruluşlarının baskısı sonucu faizin idari kararlarla belirlenmesi yönetimine son verilmiştir.

4.2 1980’lerden sonra Uygulanan Faiz Politikası ve Finansal Sistem Etkileri

1970’li yılların ortalarındaki ilk petrol şokundan sonra daralan ve stagflasyona giren dünya ekonomik konjonktüründen Türkiye ekonomisi de nasibini almıştır. Bu dönemde, dünya ekonomisindeki dalgalanmalara ve petrol şoklarına karşı Türkiye’de gereken tedbirlerin zamanında alınmaması ve ekonomi politikalarında gerekli değişikliklerin yapılamaması sonucu Türk ekonomisinin istikrarı bozulmuş ve ekonomi tedricen enflasyon ve döviz darboğazı kısı kacına girmiştir.

Güdümlü faiz döneminde, yönetimlerin uzun aralıklarla değiştirdiği faiz oranlarının genellikle enflasyonunu altında kalması, tasarruf sahibinin mevduat dışında pek fazla yatırım seçeneğinin bulunmaması gibi nedenlerle tasarruflara gelişmediği gibi, sınırlı ölçüdeki artışlar da üretken alanlara kanalize edilememiş ve enflasyonist beklentilerin de etkisiyle tüketim artmıştır. 1979 yılında yaşanan ikinci petrol şoku makro dengelerin daha da bozulmasına neden olmuştur.⁷⁸

Ekonominin yeterli döviz yaratamaması ve değişen dünya konjonktürü ortamında elverişli şartlarla dış kredi imkanlarının da daralması karşısında büyümenin duraklaması ve enflasyonist baskıların artmasıyla 1980’li yılların başlarında köklü politika değişikliğine gidilmesi zorunluluğu doğmuştur.

Türkiye’nin finansal sistemini dünya finans piyasalarına entegre etmek amacının ilk adımlarını 1980 yılında uygulamaya konuların yapısal reformlar oluşturmuştur. 24 Ocak 1980’de ekonomi de stabilizasyon ve serbestleşmeyi hedefleyen

⁷⁸ Kaya Y. Türker, “Sermaye Hareketleri Ve Kısa vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi” DPT, Ankara 1998, s 54

ve 24 Ocak Kararları olarak bilinen program uygulanmaya başlanmıştır. Uygulamaya konulan 24 Ocak İstikrar Programı ile öncelikle ekonomik darboğazın aşılması için devalüasyona gidilmiş, faizler yükseltilmiş ve fiyat kontrolleri ile sübvansiyonlar kaldırılmıştır. Kısa vadeli hedefleri döviz darboğazını aşmak ve enflasyonu yavaşlatmak olan programın asıl önemli uzun vadeli hedefi ise istikrarlı bir büyümenin sürdürülebilmesi amacıyla, ekonominin dışa dönük ve serbest piyasa mekanizmasına dayalı bir yapıya kavuşturulmasıdır. Finansal alanda da faizlerin reel pozitif hale getirerek finansal liberalizasyonun ve döviz konusunda sermaye hareketlerinin serbestleştirerek Türk parasını konvertibl yapmanın hedeflendiği söylenebilir.⁷⁹ Bu doğrultuda başlangıçta alınan tedbirlere ek olarak, günlük esnek kur ve serbest faiz sistemine geçiş yönünde politikalar izlenmeye başlanmış ve 1 Temmuz 1980'den itibaren pozitif-serbest faiz dönemine adım atılmıştır.

Faiz oranlarının serbestçe belirlenmesi Türkiye'de ilk kez uygulamaya konulduğu ve mevduat bankaları bu konuda tecrübesiz oldukları için, bankalar bir araya gelerek, yaptıkları centilmenlik anlaşmalarıyla faiz oranlarının yükselmesini ilk başta önleyebilmişlerdir. Bu nedenle, reel faiz oranları başlangıçta negatif düzeyde kalmıştır.

Faiz politikasına getirilen esneklik sonucunda ekonomik birimlerin mali varlıklara olan talebi büyük ölçüde artmıştır. Bankalar, küçük bankalar ve diğer aracı kuruluşlardan gelen rekabetçi baskılar nedeniyle nominal faiz oranları 1981 yılında üç kez yükseltirken, en uzun vadeyi 4 yıldan 6 aya kadar indirmişlerdir.

Aynı dönemde, enflasyon oranlarının düşük olması 1980-1982 döneminde gittikçe yükselen pozitif faize neden olmuştur. Öyle ki, 1982 yılında aylık ortalama yüzde 2-3 enflasyon olduğu ortamda, bankerler aylık yüzde 10 faiz geliri vermektedirler.⁸⁰ Bu dönemde özellikle bankacılık dışı finansal kesimde denetim boşluğu söz konusudur. Banker olarak adlandırılan kurumlar kendi öz varlıklarına kıyasla büyük meblağlara ulaşan ve yüksek faizle topladıkları fonları verimli alanlara

⁷⁹ İKAV“Faiz Politikaları ve Türkiye’deki Uygulamalar” İstanbul 1993, s 30

⁸⁰ Akçay A. Memduh, s34

plase edememeleri üzerine yükümlölüklerini yerine getiremez duruma gelmişlerdir.⁸¹ 1981 yılı sonunda ödemelerde başlayan sıkıntılar, 1982 yılı Haziran ayında en büyük bankerin de batmasıyla krize dönüşmüştür. “Banker Krizi” olarak bilinen bu kriz sonrasında, Merkez Bankası’nın piyasaya müdahalesi sonucu, beş küçük özel banka kapatılmış, bu bankaların varlıklarının ve yükümlölüklerinin önemli bir kısmı kamu bankaları tarafından alınmıştır.

Bu krizin ardından Merkez Bankası dokuz büyük ticari bankanın faizlerini belirlemeye ve küçük bankaların belirlenen bu oranın üzerinde küçük bir prim koymasına izin vermiştir. Ancak büyük bankaların reel faiz oranlarını pozitif tutmakta isteksiz davranmaları, küçük bankaların belirlenen marjın üzerinde yüksek faiz vermeye devam etmeleri karşısında mevduat faiz oranlarını tespit etmek yetkisi 1983 yılı sonunda tekrar Merkez Bankası’na verilmiştir. Bu, çerçevede, enflasyon oranı ile diğer ekonomik değişimler dikkate alınarak, vadeli mevduat faiz oranları en geç üç ayda bir gözden geçirilerek tespit edilmiştir. Yeni düzenlemede, mevduata türlerine göre faiz uygulama yöntemi terk edilmiş, bunun yerine mevduatın vadesine göre faiz uygulama yoluna gidilmiştir.⁸² Enflasyonunun hızlanma eğilimi göz önünde alınarak, vadeli mevduat faiz oranları önemli ölçüde artırılırken, faiz gelirinden kesilen vergi oranı yüzde 20’den yüzde 10’a indirilerek, mevduatın sağladığı reel getiri daha da yükseltilmiştir. Kredi faiz oranlarını belirlemede bankalar serbest bırakılmış, ancak kredi maliyetinin aşırı yükselmesini önlemek için, kredi kullananlardan tahsil edilen banka ve sigorta muameleleri vergisi oranı yüzde 15’ten yüzde 3’e düşürülmüştür.

1984’de ödemeler dengesinin düzeltilmesi ve enflasyonun azaltılması amacıyla yürürlüğe konulan ekonomik program sıkı para politikasının uygulanmasına dayanmaktadır.⁸³ Bunun sonucunda, 1984 yılında, aylık enflasyon hızları yavaşlarken, artırılan faiz oranları reel faizlerin yükselmesini sağlamış, mevduatlar reel olarak artmaya başlamıştır. 3 ay vadeli mevduatlara enflasyonun artacağı beklentisiyle verilen

⁸¹ Kaya Y. Türker, s 56

⁸² Köse Salih, “24 Ocak 1980 ve 5 Nisan 1994 İstikrar Programları Çerçevesinde Yapılan Hukuki ve Kurumsal Düzenlemelerin Mukayeseli Analizi” DPT, Ankara 2000, s 35

⁸³ Tunay K.Batu, “Hiperenflasyon ve Hiperenflasyon Sürecinde Para İkamesi” Beta, İstanbul 2001 s174

yüksek faiz, enflasyon hızının yavaşlaması nedeniyle mevduatın 3 aylık vadede toplanmasına yol açmıştır. Bunun önlemek amacıyla 1985 yılında uzun vadeli mevduatlara daha yüksek faiz verilmeye başlanmış ve sonuçta mevduat 6 ay ve 1 yıl vadeye koymaya başlamıştır.

Mevduat bankaları faiz serbestisine bağlı olarak kredi faiz oranlarını da yükseltmiştir. Bununla birlikte, kredileri teşviki istenen alanlara yöneltmek amacıyla, Faiz Farkı İadesi Fonu'ndan bu tür krediler için bankalar iadeler yapılmış ve bu iade oranı zaman zaman artırılmıştır.

1986 yılında faiz politikasının ekonomik faaliyeti aşırı derecede frenlememesi için, faizlerin tedrici olarak düşürülmesi yoluna gidilmiştir. Reel faizler, enflasyon oranındaki gerilemeye paralel olarak nominal faizlerin de düşürülmesi suretiyle belirli bir düzeyde tutulmuştur. 1983 yılında faiz oranı yüksek olarak belirlenen vadesiz mevduat faiz oranları vadesiz mevduatlardaki aşırı artış nedeniyle 1986 yılında düşürülmüştür. Yani 1983 yılı içinde yüzde 20 olarak belirlenen faiz oranının, 1986 yılında yapılan düzenlemeyle önce 1 ay vadeli mevduatın 1/3'ünü, daha sonra yüzde 10 oranını aşamayacağı kararlaştırılmıştır.

1987 yılında faiz politikası, TL cinsinden yapılan mali tasarrufların çekiciliğini sağlayacak biçimde yürütülmeye çalışılırken, yılın özellikle ikinci yarısında hızlanan fiyat artışları nedeniyle, reel faiz oranlarının negatif seviyelere gerilemesi ile Haziran ayında yapılan değişiklikle 1 yıl vadeli mevduat faizleri serbest bırakılmış, bankaların mevduat sertifikası çıkarabilmesine ve değeri 10 milyon liranın üzerinde olan sertifikaların faizinin serbestçe belirlenebilmesine izin verilmiştir.⁸⁴

Mevduat faiz oranları birçok kez değiştirilen 1988 yılında ilk önemli değişiklik 4 Şubat 1988'de yapılmış, bu tarihte vadeli ve vadesiz resmi mevduat faiz oranı azami yüzde 10 olarak belirlenmiştir.

⁸⁴ Akçay A.Memduh, s 36

Döviz talebin artmasını önlemek amacıyla TL mevduat faizleri yükseltilirken, yılın ortalarında daha uzun vadeli mevduatlara yüksek faiz verilecek şeklinde yeniden düzenlenmiştir. Son aylarda enflasyonun hızla artması ile birlikte reel faizler negatife dönüşmüş, döviz talebi artmıştır. Bu dönemde emisyon hacmindeki büyük artışlar, faiz oranlarını indirilmesi, enflasyon beklentilerinin azaltılması ve mevduat bileşiminin vadeli mevduat lehine değiştirilmesi yoluyla likiditenin azaltılması çabalarını sonuçsuz kılmıştır. Bu gelişmeler sonucunda 12 Ekim 1988 tarihinde resmi mevduat ve vadesiz mevduat dışındaki tüm mevduat faizleri bankalara tarafından aylık olarak belirlenmek üzere serbest bırakılmıştır. 14 Ekim’de bu süre 15 gün için geçerli olmak üzere belirlenebilir şeklinde değiştirilmiş, 18 Ekim’de mevduat faizlerinin serbest bırakılmasından sonra bankalar tarafından ilan edilen ilk faiz oranları birbirinden çok farklılaşınca, faizlerin bankalarca Merkez Bankası görüşü alınarak 2 gün içinde değiştirilebileceği hükmü getirilmiştir. Bu karar sonucunda faiz oranları birbirine yaklaştırılmıştır. Ancak bankalar arasındaki faiz rekabetinin hızlanması sonucunda Merkez Bankası 1 yıl vadeli mevduat faiz oranının, diğer vadelerde ise bileşik faiz oranının yüzde 85’i aşmamasını bankalardan istemiştir.

Faizlerin serbest bırakılması ve 1yıl vadeli mevduat faizinin yüzde 85’e çıkması ile mevduatlar reel olarak hızla artmış, ancak bankalar kredi maliyetlerinin de hızla artması nedeniyle 1989’dan itibaren faiz oranlarını düşürmeye başlamışlardır.

4.3 Kurumsal Düzenlemeler ve Finansal Derinleşme

1980 öncesi dönemde Türk mali piyasaları birçok sınırlamanın bulunduğu bir sistemdi. Söz konusu dönemde, mali sisteme bankacılık sistemi ve mali araç olarak da banka kredileri hakim olup sermaye piyasası ve araçları son derece sınırlıydı. Menkul kıymet piyasalarının gelişmemiş olması nedeniyle, kanun açıklarının kaynatılmasında monetizasyon (para basma) yoluna gidilmekteydi. Bu dönemde sermaye hareketleri ve dış ticaret işlemleri birçok kısıtlamaya tabi olup, sabit döviz kuru sistemi uygulanmaktaydı. Mali sistem aynı zamanda öngörülü bir gözetim ve düzenleme yaklaşımından uzaktı.

1980'li yılların başından itibaren başlayan ve yoğun bir şekilde devam eden liberalizasyon sürecinde farklı tarih ve aşamalarla da olsa faiz hadleri üzerindeki kontroller kaldırılmış, sabit döviz kuru sistemi terk edilerek, serbest döviz kuru sistemine geçilmiş ve nihai olarak uluslararası fon hareketlerine getirilmiş olan sınırlamalar büyük ölçüde kaldırılarak ulusal mali piyasaların uluslararası mali piyasalara entegre olması sağlanmaya çalışılmış, bu ve benzeri gelişmeleri teşvik etmek için de vergi avantajları getirilmiştir.⁸⁵ Bir yandan mali piyasaların liberalizasyon uygulamaları hayata geçirilirken diğer yandan da bu piyasaların örgütlenmesi ve yeniden dizaynı çalışmalarına ağırlık verilmiştir. Bu nedenle 1983-1987 döneminde piyasa mekanizmasına işlerlik getirecek düzenlemeler yapılmıştır. 1981 yılında çıkarılan sermaye piyasaları kanunun özel menkul kıymet piyasalarını oluşturulacağı yapıyı belirlemiş ve bu amaçla 1982 yılında sermaye piyasası kurulu (SPK) kurulmuştur.⁸⁶ SPK 1983 yılında işlerlik kazanmıştır. 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete geçmiştir. Öte yandan, Merkez Bankası 1987'de açık piyasa işlemlerini başlatmıştır.⁸⁷

1980 sonrası dönemde Türkiye'de finansal yapıda derinleşme meydana gelmiştir. Özel sektör menkul kıymetlerinin GSMH'ya oranı artmıştır. Finansal araçların GSMH içindeki payı 1980 yılında yüzde 17,48 iken, bu oran 1989 yılında yüzde 33,36 ve 1993 yılında da yüzde 46,79'a ulaşmıştır.

1989 yılı, 1993 yılı sonuna kadar süren ve 1994 krizi ile noktalanın dört yıllık bir sürecin hazırlandığı yıl olmuştur. Bu dönemde yaşanan körfez krizi ve Irak ambargosu, ayrıca gelişmiş ülkelerde yaşanan yoğun durgunluk yüzünden sermayenin yeni kâr arayışları, içeride sermaye sıkıntısı çeken Türkiye'yi durgunluğu aşmak için bu sermayeyi çekmek amacıyla yeni serbestleşmelere yöneltmiştir.

⁸⁵ Alp Ali s 359

⁸⁶ Kaya Y. Türker, s59

⁸⁷ Yeldan Erinc, "Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi" İstanbul 2002, s 128

Yeni serbestleşmenin uygulanmasının en önemli adımını, kambiyo rejiminin serbestleştirildiği ve TL'nin konvertibl hale getirildiği 32 sayılı Kararın yürürlüğe konması oluşturmuştur. 11 Ağustos 1989'da kambiyo rejiminin daha serbest ve TL'nin konvertibl hale gelmesi için Türk Parasının Kıymetini Koruma hakkındaki 32 sayılı karar yürürlüğe girmiştir.⁸⁸ Ağustos 1989'dan sonra, sermaye hareketleri tamamen serbest bırakılmıştır. Bankaların döviz pozisyonu yönetimleri için gösterge oranlar tespit edilmiş olup, bankalara döviz pozisyonu yönetimlerinde daha geniş olanaklar sağlanmıştır. Yerleşiklerin yabancı para edinmeleriyle yabancıların Türkiye'de borsada alım satımında bulunmaları esası getirilmiştir.⁸⁹

Bu serbestleşme sonrasında, kamunun bütçe açığını iç finansman yolu ile kapamaya gitmesi faiz oranları üzerinde baskı yaratmıştır. Bunun sonucunda yurtiçi faiz oranları ile yurtdışı faiz oranları arasında, yurtiçi faiz oranları lehine pozitif reel bir fark doğmuştur. İthalat rejimindeki tam serbestleşme sermaye girişine neden olmuş ve TL aşırı değerlenmiştir. İhracatın ithalatı karşılama oranı Eylül 1993'de yüzde 50,6'ya düşmüştür. Yerli ve/veya yabancı yatırımlar yurt dışında döviz cinsinden borçlanıp, parasını TL'ye çevirip faize yatırmakta ve dönem sonunda tekrar dövizde çevrilmektedir. Sonuçta, yatırımcı borcunu ve faizini ödedikten sonra arbitraj kârı elde etmektedir. Sermaye ithali vasıtasıyla mal ve hizmet ithalatının artması, kısa vadeli sermaye girişlerinin banka sisteminde kredi genişlemesine neden olması enflasyonu hızlandırmış ve de para ikamesinde artış meydana gelmiştir. Döviz tevdiat hesaplarında önemli oranlarda artışlar olmuştur. 1989 yılında 6,8 milyar dolar olan döviz tevdiat hesabı miktarı 1995 yılında 25,5 milyar dolara ulaşmıştır. Ödemeler dengesi sermaye hareketlerinden bazı kalemler Tablo 1'de gösterilmiştir.

32 sayılı kararnameden sonra sermaye hareketlerinde önemli gelişmeler göze çarpar. 1990 yılında 4.037 milyon dolarlık bir net sermaye girişi vardır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde ise 3.000 milyon dolarlık sermaye girişi gerçekleşir. Körfez krizinin yaşandığı 1991 yılında sermaye hareketlerinde bir kaçış gözlemlenmektedir.

⁸⁸ Kazgan Gülten, "Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen" Altın kitab, İstanbul 1997, s 201

⁸⁹ Köse Salih, s 37

Aynı yıl içerisinde 2.397 milyon dolar net sermaye çıkış vardır. Bir önceki yılda 3.000 milyon dolar olan kısa vadeli sermaye hareketleri 1991 yılında ülkeden çıkış yapmıştır; kısa vadeli sermaye çıkış 3.020 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu sermaye kaçışının en önemli nedeni Körfez krizinin etkisiyle TL'nin değer kaybının yüksek olabileceği ve sonuçta faiz arbitrajının kârlılığını kaybedeceği beklentisi olmuştur.

Tablo 1: Ödemeler Dengesi Sermaye Hareketlerinden Seçilmiş Kalemler

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Dış Ticaret Dengesi	4219	9555	7340	8190	1460	4216	13215
Cari İşlemler Dengesi	61	2625	50	974	6433	631	2339
Sermaye Hareketleri (rezerv hariç)	80	037	2397	648	963	4194	722
Doğrudan Yatırımlar	63	00	83	79	22	59	72
Portföy Yatırımlar	386	47	23	411	917	158	724
Diğ. Uzun Vad. Serm. Hareket.	685	210	783	938	370	784	79
Diğ. Kısa Vad. Serm. Hareket.	584	000	3020	396	054	5127	305
Rezerv Hareketi	2524	1141	054	1484	314	625	5032

Kaynak: TCMB, Üç Aylık Bülten, Ocak-Mart 1996, s. 94-95.

1992-1993 yıllarında reel pozitif faiz ve göreceli istikrarlı döviz kuru sermaye hareketleri girişlerinde önemli oranda artışlar meydana getirmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketleri 1993 yılında 3.05 milyon dolara ulaşmıştır. Bu dönem içerisinde portföy yatırımlarının doğrudan yatırımları kat kat aştığı görülmektedir. Bu da sermayenin spekülasyon beklentileri sonucu piyasaya girdiğini göstermektedir. 1993 yılında portföy yatırımlarının 3.917 milyon çıktığı, doğrudan yatırımlarda ise 1991-1992'ye kıyasla bir düşüş yaşandığı görülmektedir. 1993 -93 dönemi içerisinde, Türkiye'de dar olan sermaye piyasası içerisinde büyük fonlarla yatırım yabancı yatırımcılar devlet tahvili, hazine bonusu gibi yüksek faizli getirisi olan yatırım araçlarına ve hisse senedi spekülasyonuna yönelmişlerdir. Portföy yatırımlarının bu dönem içerisinde kısa vadeli

sermaye hareketlerini aştığı görülmektedir. Portföy yatırımları dolar üzerinden önemli oranda getiri sağlıyordu. Türkiye’de 1 dolarlık bir yatırım 1.2 dolar olarak yurt. Dışına çıkış yapmaktaydı. Kısa vadeli aşırı spekülasyon fon girişi yerli bankaların döviz-faiz arbitrajından kâr elde etmek amacıyla dövizle borçlanmaya ağırlık vermeleriyle daha da hızlanmıştır. Banka kredilerinin içindeki, yabancı paralı kredilerin payı 1993 yılında yüzde 85,62’ye yükselmiştir.⁹⁰

Dış finansal serbestleşme sonrası sermaye girişleri yoluyla likidite önemli miktarda genişlemiştir. TCMB likidite şişmesini mas etmek amacıyla döviz piyasasında dolar satışına gitmiştir. Uzun vade de devam ettirilemeyen bu politika TL’nin değer kazanmasına sebep olmaktaydı. Banka kredilerinde meydana gelen genişleme 1993 yılında reel faiz oranlarını az da olsa frenlemişti. Kamu açıklarını giderek büyümesi sonucu kamu iç borçlanması da hızlı bir şekilde artış göstermiştir. İç borçlanma ekonomideki tasarrufların bir bölümüyle de finanse edildiğinden, özel sektör yatırımlarında azama meydana gelmektedir. Sonuçta, faiz oranları artışı özel kesim yatırımlarını olumsuz etkilemekte ve iç borçlanma ekonomide “crowding-out” etkisi yapmaktadır. Yurtiçi reel faiz oranlarını yükselmesi bankaları ve işletmeleri yurt dışından döviz cinsinden kredi kullanmaya itmiştir. Türkiye, 1994 yılına girerken tarihin en yüksek cari işlemler açığı, artan oranda enflasyon, büyüyen kamu açıkları ve para ikamesi sorunları ile karşı karşıyaydı. Kaynaklar, genellikle üretken alanlar dışında spekülasyon faaliyetlerde kullanıldılar. Öyle ki; 1991-1992 döneminde, 500 büyük sanayi kuruluşunun toplam kârlarının yüzde 45’i repo, vade spekülasyon gibi işletme dışı faaliyetlerden kaynaklanmıştır.

Ekonomide finansal krizin yaşandığı 1994 yılında sermaye hareketlerinde 4.194 milyon dolar azalma meydana gelmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde ise Türk ekonomik tarihinde en yüksek miktarda sermaye kaçıışı yaşandı. Kısa sürede ülkeyi terk eden bu fonlar 5.127 milyon dolar civarında seyretmekteydiler. Portföy yatırımlarında ise bir önceki yıla oranla önemli bir düşüş görülmektedir. 1995 yılında

⁹⁰ Yıldırım S.Altun, “Türk Bankacılık Sisteminin Değerlendirilmesi 1980-1993 Deneyi”, SPK, Ankara 1995, s 37

ekonomideki büyümeye bağlı olarak cari açık 2.339 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Cari işlemler açığı uzun ve kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmiştir. Sermaye hareketlerinde 7.722 milyon dolar artış gerçekleşmiştir. 1995 yılında yaşanan hızlı büyüme, yurtiçi göreceli reel faizlerinin yüksek olması ve TL'nin reel olarak fazla değer kaybetmemesi ve yurtdışı piyasalarda borçlanma imkanının artması sermaye girişin de arttırmıştır. 1995 yılı içerisinde 1.724 milyon dolar portföy yatırımı, 772 milyon dolar doğrudan yatırım ve 2.305 milyon dolar kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir.

Finansal piyasaların 1989 yılında tam olarak serbest hale getirilmesiyle bu piyasaların dünya finans piyasaları ile bütünleşerek, yerli para otoritelerinin faiz oranını, döviz fiyatını ve para miktarını belirlemedeki güçleri de ortadan kalkmış oluyordu. Sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla döviz fiyatı artık cari işlemler bilançosundaki değişikliklere göre değil, bilakis sermaye hareketleri vasıtasıyla belirlenir olmuştur. Bu da, ulusal finans piyasalarını kısa vadeli sıcak paranın spekülasyonuna açmıştır.

Türk finans piyasalarını yeterli derinliğe sahip olmaması ve sıcak para işlem hacminin önemli boyutlarda olması bakımından “spekülasyonun” maliyeti yüksek olmaktadır. Ayrıca, uygulanan faiz ve kur politikaları direkt dış yatırımı teşvik etmemekte, daha çok ülke dışından döviz cinsinden borçlanmayı kolaylaştırmaktadırlar.

Üretim vasıtasıyla yeterli döviz elde edemeyen Türkiye faiz-kur makasını faizler lehine açarak, döviz sıkıntısının kısa vadeli sermaye girişleri ve bankaların ve bankacılık dışı sektörün kısa vadeli borçlanmasıyla gidermek yoluna gitmiştir. “Spekülatif kısa vadeli sermaye hareketlerine açılan bir ekonominin temel ikilemi, bir yandan makro-finance dengenin sağlanması için reel faiz haddini döviz kurunun aşınma haddini üstünde tutmak gerekliliği, diğer yandan da döviz de ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi sonucu dış ticarete açık üretici sektörlerin gerilemesi olgusudur. Yüksek reel faiz-aşırı değerli döviz kuru politikasına sıkışan ulusal ekonomide sabit yatırımlara yönelmek yerine, tüketim ve ithalat patlamasına dönüşmekte ve cari işlemler çağını tehlikeli biçimde yükseltmektedir. 1993 yılında kısa vadeli sermaye giriş/çıkışları nemli

miktarlara ulaşmış ve sonuçta dalgalanmalar büyük boyutlarda gerçekleşmiştir. Sıcak para –yurtiçi getirilerinin artık sürdürülebilir olmadığı anlaşılmıştır. Döviz krizin yaşandığı 1994 yılında dışarıya önemli miktarda sermaye kaçıışı gerçekleşmiştir. Diğer bir deyişle, kısa vadeli spekülâtif sermaye hareketleri negatife dönmüş ve rezervlerde azalma başlamıştır. Yüksek faiz hadleri ile kösteklenen yatırımlar, spekülasyon ortamının meydana gelmesiyle firmaların reel işlemlerden finansal işlemlere kayması, finansal kuruluşların yurt dışında borçlanıp, yurt içinde daha kârlı finansal aktiflere yönelmeleri, borsa indeksinin 4000’den 20000’in üzerine çıkması ve cari işlemler açığının 6.433 milyon dolara ulaşması sonunda bu gelişmelerin böyle devam edemeyeceğini anlayan sıcak para ülkeyi terk etmeye başlamıştır. 1994 yılında yurt dışına yaklaşık 4 milyar dolar kısa vadeli sermaye çıkmıştır. Kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışları ekonomideki parasal istikrarsızlığı da böylece daha arttırmıştır.

Ayrıca; uluslararası kısa vadeli sermaye girişlerinin önemli boyutlara ulaşması ve kısa vadeli spekülâtif sermayenin devir hızının yüksek olması, ulusal finans piyasalarını gelişimini engellemekte ve mali piyasaları baskı altına almaktadır. 1995 yılında işlem gören menkul değerlerin hacmi 52.357 milyon dolar olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası da yüz milyarı aşan (brüt) spekülâtif sermaye girişlerinin etkisi altına kalmaktadır. Böylece spekülâtif amaçla hareket eden güvenilirliği zayıf olan kısa vadeli sermaye ekonomiyi bir bütün olarak olumsuz etkilemekte ve reel sektörde üretim ve yatırım kararlarında belirsizliğe neden olmaktadır. Yani, finansal piyasalardaki istikrarsızlıklar ve yüksek faiz üretim şevkini azaltarak istihdam yaratmak kapasitesini azaltmakta ve rant kesiminin büyümesini sağlamaktadır.

4.4 5 Nisan 1994 İstikrar Tedbirleri ve Sonrası Türkiye Finansal Sisteminde Gelişmeler

1990 yılı başında konvertibiliteye geçiş sonrasında ekonomide yaşanan dengesizliklerin giderilmesi için reel sektörün geliştirilmesine yönelik kararlar almak yerine, sermaye hareketleri nedeniyle artan döviz rezervlerine güvenilmiştir. Sonuçta

finans sektörünün giderek önem kazandığı bir ekonomik yapı ortaya çıkmıştır. 24 Ocak 1980 istikrar tedbirlerinin başlangıcında ödemeler dengesindeki cari açığın ihracat artışı ile kapatılacağı öngörüsü, zaman içinde tersine dönmüş ve cari çağı kısa vadeli sermaye hareketleri yoluyla kapatma yolu izlenmeye başlanmıştır.⁹¹

1981'den 1987'ye kadar gerek mali ve gerekse reel kesimde meydana gelen olumlu gelişmelere karşın, kamu kesiminin dengelerinde ortaya çıkan bozulma 1988 ve sonrasında yıllara damgasını vurmuştur. Özellikle 1989 yılından itibaren, kamu kesimi açıklarının ve enflasyonist baskıların iyiden iyiye arttığı, bağlı olarak da parasal istikrarın bozulmaya başladığı görülür. İzlenen kamu harcamalarının arttırılması yoluyla ekonomik büyüme politikası, gerek dış finansman ve gerekse Merkez Bankası kaynaklarına dayandırılmıştır.⁹² İç borçlanmayı uzun vadeye yayarak Hazinesin borçlanma maliyetini düşürme yaklaşımından hareket etse de bu girişin bir süre sonra artan likiditeye bağlı enflasyonist bir baskı yaratmıştır.

Yabancı sermaye girişinin 32 sayılı karar sonrasında artmasına rağmen ekonomik ortamın istikrarsızlığı, TL'ye olan güveni azaltmış ve TL'den yabancı paralara kaçış süreci yaşanmıştır. Bankalardaki döviz tevdiat hesaplarını toplam mevduat ve toplam pasif içindeki payı hızla artmıştır.⁹³

Dövizde olan talep artış, öncelikle Merkez Bankası rezervleri üzerinde ciddi bir baskı yaratmış ve bunun önlemeye yönelik olarak da açık piyasa işlemlerine girişilmesi faiz oranlarının yeniden yükselmesiyle son bulmuştur. Bu defa da yüksek faizlerin olumsuz etkilerini giderebilmek için ve kamu kesimi finansman gereğinin karşılanabilmesi amacıyla dış borçlanma arttırılmıştır. Fakat buna bağlı olarak TL'nin reel değerindeki artış, ithalatı yükselterek, dış ticaret ve cari işlemler açıklarını körüklemiştir.⁹⁴

⁹¹ Köse Salih, s 88

⁹² Tunay K.Batu, "Türkiye'de 1980-1995 Döneminde Para Politikasının Gelişimi", BSE,İstanbul 1996, s7

⁹³ Köse Salih, s 89

⁹⁴ Kepenek Yakup, "Türkiye Ekonomisi" Remzi Kitabevi, İstanbul 1995, s204

Ekonomi giderek yüksek faiz, sıcak para, değ erlenmiş döviz kuru-borçlanma kısır döngüsüne girmiştir. 1993 yılında kısa vadeli dış borç miktarının toplam dış borç içindeki payı yüzde 27.5'e kadar yükselmiştir.

Bu karş ılıksız parasal genişleme veya teknik tabirle "üretim karş ılığı olmayan para" devlet yeni borçlar alabildikçe zararsızmış gibi görünmekteydi. 1993'te gelindiğinde ekonomik politikalar hâlâ kamu kesimi açıklarına çözüm aramak yerine kamu kesimine finansman kaynakları yaratmak üzerine odaklanmış olduğundan, borçlanma faizlerini düşürme çabasına girilmiştir. Hazine'nin iç borçlanma ihalelerini iptal etmesi, tahkim yasasının çıkartılması ve hazırlanan ek bütçeyle Merkez Bankası kaynaklarının kullanılarak vadesi gelen iç borçların iflası yoluna gidilmiştir. Bu esnada uluslararası derecelendirme (rating) kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunun indirilmesiyle başlayan dış borçlanma olanaklarındaki daralma ve kısa süreli spekül atif fonların ülkeyi hızla terk etmesi tehlikesi 1994 Ocak'ından kendini göstermiştir. Panik bu noktada başlamıştır. Denilebilir. Dış piyasalardan borçlanamayan ve yabancı sermayenin kaçı ş ı ile pekiş en panik, yatırımcıların döviz taleplerinde artışlara yol açarken, bankacılık kesimini de çok ciddi boyutlarda olan açık pozisyonlarını kapatma telaş ına düşürmüştür.

Tüm bunlara karşı; Merkez Bankasının müdahaleleri yetersiz kalmıştır. Banka tarafından yapılan döviz satışları, kurlardaki baskıyı kıramayanc ı 26 Ocak'ta TL dolar karş ısında %14 devalüe edilmiştir.

Yine bu dönemde içine girilen seçim atmosferi, kamu harcamalarının kısılmak şöyle dursun artırılmasına yol açmıştır. Fakat, gerek yüksek faizler ve gerekse itfalar yeniden iç borçlanma yerine Merkez Bankası kaynaklarıyla finansmanı gündeme getirmiştir.

Bu dönemde KİT'lerin fiyat ayarlamalarından kaçınmasında karş ın, yurt içi talepteki canlılık enflasyonunu artışını sürmüştür. 26 Ocak'ta yapılan reel devalüasyona rağmen, ithalatın arttığı ve cari işlemler dengesinin de iyiden iyiye bozulduğu dikkati çeker. Bu arada dövizlerin hızla banka sistemi dışına çıkması ve spekül atif amaçlı

yabancı sermayenin hızla ülkeyi terk etmesi ile beraber Merkez Bankası'nın döviz rezervleri tükenmeye yüz tutmuştur.

27 Mart 1994 seçimleri sona erdiğinde, mali piyasalarda başlayan paniğin ciddi bir krize dönüştüğü ve artık tüm sektörleri içine aldığı bir ortam doğmuştur. Artık köklü bir istikrar için önlemler almak kaçınılmaz olduğundan halk arasında “5 Nisan Tedbirleri” olarak anılan “Ekonomik Önlemler Uygulama Planı” 5 Nisan 1994’de kamuoyuna ilan edilmiştir.

5 Nisan 1994 istikrar Programının amacı; enflasyonu hızla düşürmek, Türk lirasına istikrar kazandırmak, ihracat artışın hızlandırmak, ekonomik ve sosyal kalkınmayı sosyal dengeleri de gözetken sürdürülebilir bir temele oturtmak olarak ifade edilmiştir. 5 nisan 1994 tarihinde açıklanan Ekonomik Önlemler Uygulama Planı ile ekonominin kısa dönemde hızla istikrara kavuşturulması amaçlanmıştır. Orta vade ise, ekonomik istikrarı sürekli kılabilmek için kamu kesiminin ekonomideki ağırlığının azaltan, piyasa mekanizmasının tüm kurum ve kurallarıyla işlemlerini sağlayan ve sosyal dengeleri gözetken bir devlet yapısına geçişi öngören yapısal reformların gerçekleştirilmesi hedeflenmiştir.

Programda;

a) Kamu gelirlerinin artırılması ve kamu giderlerinin azaltılması prensibinden hareket etmektedir. Bu amaçla, KİT fiyatlarının ayarlanması, vergilendirmenin etkinleştirilmesi, Hazineye ait taşınmaz malların bir bölümünün satılması gibi gelir arttırıcı önlemler alınmıştır. Öte yandan harcamaları kısılabilmek için; maaş artışlarını mevcut bütçe ödenekleriyle sınırlandırılması, kamuya personel alımlarının dondurulması, kamu yatırım programının sınırlandırılması, gibi önlemler benimsenmiştir.

b) Uluslararası piyasalarda güvenin sağlanması, döviz rezervlerinin artırılması ve ödemeler dengesinin düzeltilmesi amaçlanmıştır. Döviz kurunun hedeflenen enflasyon oranıyla uyumlu kılınması noktasından hareket eden bir kur

politikası kabul edilmiştir. Özel kesim ve işçi kesiminin orta vadede her iki grubunda çıkarlarına uygun bir fiyat ve ücret disiplinine girmeleri hedeflenmiştir. Böylece, “tüm ekonomik birimlerin hesaplarını ileriye dönük yapmaları ve geçmiş enflasyonun toplumun hafızasından silinmesi” amacıyla uyumlu döviz kuru, ücret ve fiyat politikaları gündeme gelmiştir.

c) Programla kamu açıkları indirgenerek bu açıkların finansmanında Merkez Bankası kaynaklarının kullanılması durdurulacaktır. Bununla beraber, Merkez Bankası’nın parasal büyüklükler üzerindeki kontrolü artacak ve mali piyasalarda kalıcı bir istikrara ulaşılabilecektir. Hazine ve diğer kamu kuruluşlarının Merkez Bankası’ndan kredi kullanımlarına sınırlamalar getirilerek, Merkez Bankası’nın özerkliği sağlanacaktır.

d) Sermaye piyasalarının etkinliğinin artırılması ve gömülen kaynakların ekonomiye kazandırılması bağlamında; yeni finansal araçlar kullanılacaktır. Bu amaçla, Repo’ya ilişkin düzenleme tamamlanmış, gayrimenkul yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları düzenlemeye alınmıştır.

e) Döviz kazandırıcı hizmetlerin ülke ekonomisine itici güç sağlaması fikriden hareketle ihracatın, turizmin, dış müteahhitlik hizmetlerinin teşvik edilmesi, yabancı sermayenin özendirilmesi ve bunun üretime dönük olması hedeflenmiştir.

5 Nisan Kararlarının açıklanmasından sonra Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yapılan görüşmeler olumlu sonuçlar vermiştir. Buna göre; IMF’le Temmuz 1994-Eylül 1995 arasındaki dönemi kapsayan bir Stand-by anlaşması imzalanmış ve 750 milyon dolar kredi temin edilmiştir. Söz konusu anlaşma, verilen krediden ziyade, uluslararası mali piyasalarda Türkiye’ye karşı olan güvenin yeniden sağlanması çabası olarak önemlidir.

Para politikaları alanında, Merkez Bankası’nın TL varlıklarındaki artışın sınırlandırıldığı ve TCMB Bilançosunun sadece net döviz rezervlerindeki artışa karşı büyümesi kararlaştırılmıştır. Fakat Hazine’nin 5 Nisan Tedbirlerine aykırı olarak çok

kısa vadede ve aşırı yüksek faizlerle (üç aylık bir vade için %50 net gibi) yeniden borçlanmaya başlaması söz konusu olmuştur. Bu gelişim, döviz kurlarına olan baskıyı azaltmış ve mili paraya olan talebi arttırmıştır ve böylece Merkez Bankası bilançosu üzerindeki baskı hafiflerken mali sisteme olan güven artmıştır. Sonuçta, 1994 Eylül'üne kadar faiz oranlarında bir gerileme yaşanmıştır.

Merkez Bankası'nın enflasyonu düşürmek amacıyla sıkı para politikasını benimsediği 1995 yılında, Merkez Bankası Kamuya açtığı Kredilerin kontrolünde başarılı sayılabilir. Fakat yılın ikinci döneminde iç borçlanma faizlerindeki artışa paralel olarak yabancı spekülâtif fonların yarattığı rezerv artışı, parasal disiplini sekteye uğratmıştır. Bu gelişme paralel olarak, parasal genişleme artmış (Merkez Bankası bilanço büyüklüğü %100, emisyon %75 oranında) ve yılın son döneminde içine girilen seçim atmosferi bunu pekiştirmiştir.⁹⁵

Yılın son döneminde seçim ortamının yarattığı belirsizlikler halkın dövize olan talebini körüklemiştir. Merkez Bankası'nın kurlardaki artışa yoğun olarak müdahale etmesiyle rezervler azalmış, TL'de yabancı paralar karşısında reel değerinin üzerinde işlem görmüştür. Gerek yurt için faiz oranlarının yüksekliği ve gerekse Merkez Bankası'nın dövize müdahalelerinin süreceği inancıyla kurlardaki artış eğilimi düşük olmuştur.

Görülmektedir ki, 1995'de TL'nin aşırı değerli tutulması ve yüksek faiz oranları mali piyasalarda nispi bir rahatlama ve istikrara yol açmıştır. Ancak 5 Nisan Tedbirleri göz önünde tutulduğunda yüksek değerlendirilmiş milli para ve yüksek faiz oranları politikaları program hedefleriyle çelişmektedir.⁹⁶

⁹⁵ "Türkiye Ekonomisi" MÜSİAD Araştırma Raporu-13, İstanbul 1996, s13

⁹⁶ Tunay K.Batu, BSE s 12

4.5 Global Finansal Krizlerin Türkiye'ye Etkileri

4.5.1 Güneydoğu Asya Krizi Türkiye'ye Etkileri

Türkiye'de yaşanan 5 Nisan 1994 krizinin ardından 1994 yılı sonunda Meksika Krizi (Tekila Krizleri), Temmuz 1997'de yaşanan Asya Krizi, 1998 Rusya Krizleri hemen hepsi globalleşme ile birlikte hızlı bir değişiminin yarattığı olumsuzluklar olarak nitelendirilebilir. Bu krizlerin diğer bir özelliği ise, sadece krizlere maruz bölgeyi değil tüm dünyayı sarsacak derinlikte ve büyüklükte olmasıdır. Bu açıdan 1997 yılı sonrası Türkiye'de yaşanan krizleri Asya ve Rusya krizlerinden ayrı değerlendiremeyiz.

Daha önceleri sermaye girişi ve çıkışlarını sıkı kontrol altında tutan Tayland otoriteleri, 1990'ların başında sermaye hareketlerini hızla liberalleştirmişlerdir. IMF tarafından da desteklenen bu girişimin arkasında, hem ülkeye düşük maliyetli fon arzını sağlamak, hem de Asya-Pasifik bölgesinin en önemli finans merkezi olan Hong Kong'un 1997'de Çin'e devri sonrasında ortaya çıkacak boşluğu doldurmak ve böylece Bangkok'u bölgesel bir finans merkezi yapmak düşüncesi yatmaktaydı. Uzun süre devam ettirilen yüksek oranlı ekonomik büyüme sürdürülürken, kısa vadeli sermaye hareketlerinde serbestleşmeye birlikte ülkeye kısa vadeli borç akışı hızlandırılmıştır. Finansal sistemin zayıflığının bir göstergesi olarak kabul edilen kısa vadeli borçların dış rezervlere oranı, 1992'de %72,2 iken, 1995'de %114,2'ye, finansal krizin hemen öncesinde de %145 seviyesine ulaşmıştır.⁹⁷

Asya krizinin çıkmasında ve büyümesinde Asya'daki finans kesiminin zayıflığının önemli bir payı bulunmaktadır. Dolara endeksli Asya paraları, dolardaki yükselme nedeniyle Yen ve Mark gibi paralar karşısında %40-50'ye varan oranlarda değer kazanmıştır. Bunun sonucunda dış ticaret açığı cari açıklar hızla büyümüştür.⁹⁸ Bölge ülkelerinin en önemli ticari ortamlarından olan Japonya'da, Yen'deki değer kaybının önüne geçilebilmesi amacıyla faiz hadlerinde artış öngörülmekteydi. Bu süreç

⁹⁷ Coşkun Can Aktan, "Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye" TOSYÖY, Ankara, s 45

⁹⁸ Atasever Fatoş, " Güneydoğu Asya Krizinin Türkiye'nin Dış Ticareti Üzerinde Olası Etkileri", TBB, Ankara 1998, s 5

içerisinde, Yen değerini bir ölçüde korumuş ancak Güneydoğu Asya ülkelerinde panik hızla artmıştır. Temelde dış borca dayalı finansman politikası izleyen şirketler ve bankalar dövizde hücum etmişler ve ülkelerin yüksen döviz rezervleri kısa sürede erimştir. Kurların dalgalanmaya bırakılmasıyla yerli paralar hızla değer kaybetmiş, finansal piyasalardaki yatırımcılar ile yerli şirket ve bankalar büyük zararlara uğramışlardır.

1 Temmuz 1997 Tarihinde Tayland'ın para birikiminin devalüe etmesini takiben Asya'nın diğer genç kaplanları olarak nitelendirilen Malezya, Endonezya ve Filipinler de ihracattaki rekabetlerini korumak amacıyla devalüasyon yapmışlardır.

Tayland'ın ülke parasının çöküşüyle başlayan ve bütün Uzak Doğu Asya ülkelerine sıçrayan krizin daha önce yaşanan Türkiye ve Meksika krizlerinden farklı olarak en önemli farkı, krizin odak noktasında kamu ekonomisini ya da devlet maliyesinin değil özel firmaların bulunmuş olmasıdır. Sermayelerinin dört-beş katı (bazı örneklerde on katı) kredi kullanan, üstelik çoğunlukla döviz üzerinden borçlanan şirketler, yaşanan korkunç devalüasyon sonrasında, bu borçların altında ezilmiştir. Güney Kore'de 186 milyar doları, Endonezya'da 75 milyar doları bulunduğu belirtilen özel sektör dış borçlarının devalüasyon sonrası döviz kuruyla ödemesi zor görünmüştür.

Tayland'da mali krizin başlamasıyla birlikte faizler yükseldi, yatırımlar ve tüketim azaldı. Bu gelişmeler sonucunda ülkede iflaslar başladı ve işsizlik arttı.

Bu dönemde Asya Krizi nedeniyle gelişmekte olan ülke piyasalarında (emerging markets) büyük bir kayba uğrayan uluslararası yatırımcılar için ABD en cazip yatırım yeri olmuştur. Uluslararası piyasalara yatırım yapmakta olan, özellikle Asya piyasalarında faaliyet gösteren ABD'li yatırımcılar büyük oranda yatırım yapmaya başlamış ve ABD'ye önemli büyüklüğe varan sermaye geri dönmüştür. Uzun vadeli tahvil yatırımlara yönelen bu sermaye getirisini de düşürmüştür.

Asya'da meydana gelen kriz, Türkiye'nin daraltıcı ekonomik politikalar uygulamaya başladığı bir döneme rastlamıştır. Bu ortamda, krizin Türkiye'ye de

yansıyabileceği endişesini taşıyan uluslararası sıcak para, çok kararlı da olmayan bir şekilde piyasalardan çıkmaya çalışmıştır. Asya'da meydana gelen kriz ortamının ilk etkileri Ekim/1997'de Türkiye'ye yansıyamaya başlamıştır. Ekim ayında Türkiye hisse senedi piyasasından yabancılar 313.1 milyon dolar çekmişlerdir. Yabancıların borsadan çekilişi yıl sonuna kadar azalarak sürmüştür. Ocak/98 ortalarında kriz bölgelerinde yaşanan yeni bir kriz dalgasının etkisiyle, İMKB'den yabancıların tekrar net 94.5 milyon dolar çıkardıkları görülmüştür. Yabancı yatırımcıların Ekim-1997/Ocak-1998 dönemini kapsayan dört aylık süre içinde borsadan toplam net 565.3 milyon dolar çektikleri anlaşılmıştır.⁹⁹ Türkiye borsalarındaki yabancı plasmanların aylık 400-500 milyon dolarlık bir işlem hacmini kapsadığı bilinmektedir. Bu miktar ise uluslararası para piyasaları için henüz geniş çaplı spekülasyon davranışlarda dikkate alınacak boyutta değildir. Bu nedenle Asya krizinin mali piyasalara yansımalarında önemli etkiler görülmemiştir. Krize ve sonrasında Türk piyasalarına etkileri daha çok reel piyasalarda hissedilmiştir.

Kriz sonrasında 1997 yılı Haziran'ından 1998 Şubat sonuna kadar Endonezya %74, Güney Kore %47, Tayland %46, Malezya %38, Filipinler %34 oranında devalüasyon gerçekleştirmiştir. Bu yüksek oranlı devalüasyonların da etkisiyle Türkiye'nin bu ülkeler karşısında oluşan rekabet gücü sırasıyla %68, %46, %44, %37 ve %29 oranında azalmıştır.¹⁰⁰

- Asya krizinin Türkiye mali piyasaları üzerindeki etkileri Türkiye'nin taşıdığı bazı özellikler sebebiyle beklenenden daha az olmuştur. Bu özellikler şunlardır.
- Türkiye ekonomisinin globalleşme derecesi diğer benzer ülkelere göre daha düşüktür. Bu nitelik orta dönemde ülkeye olumsuz yönde tesir etmekle birlikte kriz zamanlarında ülkeyi korumakta ve krizin bulaşıcı etkisini azaltmaktadır.

⁹⁹ Akdiş Muhammet, "Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye" Beta, İstanbul 2000, s199

¹⁰⁰ Atasever Fatoş, s 4

- Ödemeler dengesi, büyüme, piyasa sisteminin işleyişi, özel sektörün dinamizmini ve alt yapısı sağlam bankacılık sektörü bizi krizlerin etkilerinden koruyucu bir görev yapmaktadır.
- Kur politikası, reel ekonomimizin rekabetçe düzeyini düşürmeyen, istikrarlı, tahmin edilebilir ve sabit bir rejime bağlı olmayan biçiminde yönlendirilmektedir. Bu tür bir kur politikası ülkede döviz krizinin çıkmamasında en önemli hususlardan biridir.
- Kısa vadeli faiz oranları Merkez Bankası'nın elindeki en önemli araçlardan birisidir. Bu araç kriz ortamında etkili bir şekilde kullanılabilir.
- Türkiye ekonomisi, son yılları itibariyle rezervlerinde hep yüksek düzeyde bulunmuştur. Kriz ortamında bu yükseklik döviz piyasalarını istikrarı için büyük bir avantaj sağlamaktadır.

Bu dönemde, T.C. Merkez Bankası, döviz rezervleri bakımından oldukça güçlü ve istikrarlı bir yapıdadır. Aralık 1997'de resmi rezervlerde toplam 2,6 milyar dolar seviyesinde bir gerileme olmasına rağmen, Aralık ayında 18,4 milyar dolar seviyesine inen rezerv birikimi yine de yılın ilk sekiz ayındaki aylık rezervin üzerindedir. Rezerv tutarının Mart 1998'de 21 milyar, Nisan 1998'de 23 milyar doların üzerine çıkması ve artış eğiliminin Mayıs ayında da sürmesi Merkez Bankasının döviz pozisyonunda kriz nedeniyle etkili bir zafiyetini söz konusu olmadığına göstermektedir.¹⁰¹

Asya Krizi mali piyasalarına ve bu ülkelerle olan ticaret ilişkimize önemli bir olumsuzluk yaratmasa da krizin tüm dünyayı sardığı psikolojik etki Türkiye'yi de etkilemiş özellikle 1998 yılından itibaren borsada yaşanan düşüşsel, yabancı sermayenin kaçışı ile birlikte ekonomide yaşanan durgunluk olumsuz etkinin bir zincirini

¹⁰¹ İlyas A. İmrahor, "Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri", İTO, İstanbul 1998, s 47

oluşturmuştur. En sonunda, Rusya’da yaşanan kriz Türkiye’yi olumsuzluğa iten faktörlerinden olmuştur.

4.5.2 Rusya Krizinin Türkiye’ye Etkileri

Her şey 1997’nin ikinci yarısında başladı. Uzakdoğu’da patlak veren ekonomik kriz “Asya kaplanı” balonunu söndürürken, kriz Türkiye’ye çok uzakmış gibi görünüyordu. Para piyasalarında kurulan görece denge, reel sektördeki tehlike çanlarının işitilmesini engellemiştir. Ta ki kriz, Rusya’ya sıçrayıncaya kadar...

Ekonomisini sağlıklı bir yapıya kavuşturmak isteyen Rusya, 1995’te İMF destekli bir istikrar programı uygulamaya koymuştur. Sıkı para ve maliye politikası ile nominal döviz kuru hedeflemesi üzerinde odaklaşan program, şok terapi yoluyla enflasyonun düşürülmesini ve böylece ekonomik istikrarın sağlanmasını amaçlamıştır. İMF destekli program, kısa zamanda enflasyon üzerindeki etkisini göstermiş, 1992’nin başlarında fiyatların serbest bırakılmasıyla yıllık %1353’lere tırmanmış olan enflasyon, 1995’te %190’lara, 1996’da %48’lere ve 1997’de ise %15’ler seviyesine çekilebilmiştir. Enflasyonun aşağı çekilmesinde bir hayli etkili olan 1995 istikrar programı, yapısal ve kurumsal reformlarla desteklenmediğinden Rusya’nın mali ve yapısal problemlerine tam bir çözüm getirmekten uzak kalmış ve başarısızlıklarla sonuçlanmıştır. Reform çabaları, özellikle mali alanda hayata geçirilememiş ve Rus ekonomisi, sağlıklı bir yapıya kavuşturulamamıştır.¹⁰²

Rusya’nın ekonomik sorunları 1998’in başından itibaren kendini hissettirmeye başlamıştır. Bir taraftan vadesi gelen kısa vadeli borçlar, diğer taraftan artan bütçe açıkları Rus ekonomisini iyice kısıp almıştır. Mayıs 1998’den itibaren Rus ekonomisinde likidite darlığı ve dövizde hücumun baş göstermesi bu ülkenin sorunlarını daha da arttırmıştır. Böyle bir ortamda 15,1 milyar Dolar tutarında ödenmesi gereken dış borç kapağıya dayanmış ve sonuçta Rus hükümeti 17 Ağustos 1998’de 90 gün süreli moratoryum ilan etmek zorunda kalmıştır.

¹⁰² Coşkun Can Aktan, s 63

Rusya krizi, Türkiye'nin karşılaştığı bize özgü krizlerden farklıydı. 1994'te Türkiye'de mali kriz olduğunda bu iç dinamiklerden kaynaklanıyordu. Bu sefer ki kriz Türkiye'nin dışından kaynaklandı. Ancak bu noktada yapılan hata, krizin Türkiye'yi etkilemeyeceği ve nasıl olsa IMF'in kontrolü altına olduğu konusundaki yanlış inançtı.

Para piyasalarındaki olumlu koşullara karşın Türkiye, uluslararası piyasalardaki olumsuz gelişmelerden kaçamadı. Böylece 1998, yurtdışında yaşanan gelişmelerin tam anlamıyla Türkiye'ye yansıdığı bir yıl oldu. Uzakdoğu'da başlayan ekonomik kriz Rusya'da şiddetli bir patlamaya dönüşünce, emerging marketler kategorisinde yer aldığı için Türkiye'deki yabancı para da kendine daha güvenilir ülkeler aramaya çıktı.

Rusya'ya yönelik resmi ihracatın 2 milyar dolar, yolcu beraberli eşya ticareti yoluyla yapılan ihracatın da yaklaşık 8-10 milyar dolar civarında olduğu gözönüne alındığında karşı karşıya kalınan krizin önemi ve ciddiyet ortaya çıkmaktadır. Çünkü kriz sonrasında resmi ihracatımız 2 milyar dolardan 1.3 milyar dolara gerilemiş, bavul ticareti yoluyla yapılan ihracatımız ise, 1996'da 8.8 milyar dolar iken, 1998/Kasım itibarıyla 3.5 milyar dolara inmiştir.¹⁰³

Rusya krizinin mali piyasalar üzerindeki etkisi ise ödemeler dengesine daha dikkatle bakıldığında görülebilmektedir.

Tablo 2'den görüldüğü gibi 1998'in ilk yarısında kurların istikrarlı hareket etmesi ve yurtiçi faizlerin yüksek olması sebebiyle ülkeye 7.8 milyar dolar sermaye girişi yaşanmıştır. Ancak ağustos ayında Rusya'da yaşanan mali kriz gelişmekte olan piyasalardan yabancıların çıkışın başlatmış ve bu gelişmeler sermaye hareketlerini olumsuz etkilemiştir. 1998'in üçüncü ayında 10.5 milyar dolarlık sermaye çıkış görülmektedir. Bu tutarın yaklaşık 7 milyar dolarlık bölümü yurtdışında yerleşik kişilerin portföylerini azaltmaları sonucu yapılan döviz transferlerinden meydana gelmektedir.

¹⁰³ Akdiş, s 120

Tablo 2 : Ödemeler Dengesinin Bazı Kalemlerindeki Gelişmeler (Yılbaşına göre kümülatif veriler, Milyon \$)

	1997	1997 Q2	1997 Q3	1998 Q2	1998 Q3
Dış Ticaret Dengesi	15466	6757	11311	7435	11644
Görünmeyen Denge	2716	435	909	082	1788
Cari İşlemler Dengesi	2750	2322	1402	1353	44
Bavul Ticareti	849	552	023	181	060
Sermaye Harc. (Rez. Hariç)	616	905	913	801	2687
Net Hata ve Noksan	2522	1937	1612	722	797
Rezerv Hareketleri	3344	646	4899	8170	2254

Kaynak: TC Merkez Bankası, Üç Aylık Bülten, 1998-IV. s. 8.

Bu durumun sonucu olarak Ağustos ayında meydana gelen kısa vadeli sermaye çıkış, bir yandan mali sektörün küçülmesine, diğer yandan kamu kesiminin yüksek borçlanma gereğinden dolayı reel faizlerin yükselmesine sebep olmuştur. bir başka deyişle kamu kesimi kaynak ihtiyacını iç piyasadan sağlamak zorunda kalmış ve hem reel faizlerin yükselmesine, hem de özel sektörün kullanabileceği kredi miktarının azalmasına yol açmıştır. Bu nedenle Ağustos ayından itibaren yatırımlar açısından gerek yurtiçi, gerekse yurtdışı finansman imkanları daralırken finansman maliyetleri de önemli ölçüde yükselmişti.

Asya ve Rusya krizlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri sınırlı kalmış, büyük dalgalanmalar oluşturulmamıştır. Bunun sebebi ise, Türkiye ithalat ve ihracatının en az yarısının AB üyesi ülkelerle olmasıdır. Asya ve Rusya krizlerinin AB bloğunda, Japonya ve ABD'ye göre daha az hissedildiği bir gerçektir. Çünkü ABD ve Japonya'nın krizden birinci derecede etkilenen ülkeler ile gerek emtia ticareti ve gerekse doğrudan

veya dolaylı yatırımlar konusunda olağanüstü düzeyde birlikteliği söz konusudur. Dolayısı ile Türkiye oluşacak bir global krizden ancak AB ülkelerinde ciddi bir kriz hali yaşanırse daha büyük oranda etkilenebilecektir. Avrupa merkezli bir kriz Türkiye ekonomisinde çöküntü meydana getirebilecektir.

Türkiye'nin bundan sonra olabilecek finansal krizlerden etkilenmesi veya az etkilenmesi ortak arzudur. Ancak bu arzunun gerçekleşebilmesi için Türkiye'nin mevcut yapısında düzenlemeler yapması ve bir takım tedbirleri de zaman geçirmeden alması gerekmektedir.

4.6 2000 Sonrasında Yaşanan Finansal Gelişmeler

4.6.1 2000 Enflasyonu Düşürme Programı

Türkiye ekonomisi 1990'lı yılları giderek sıklaşan aralıklarda yaşadığı bir kriz süreci içinde geçirmiştir. Bu on yıl boyunca, 1994 5 Nisan'ı , 1998 IMF yakından izleme programı gibi kısmi istikrar programları uygulamaya konmuş olsa da, bunların kalıcı bir başarısı olamamış ve ulusal ekonomi, Asya ve Rusya krizlerinden de olumsuz yönde etkilenerek, ağır bir daralma içine itilmiştir. 1998'in ikinci yarısından itibaren derinleşen ekonomik kriz, bir yandan söz konusu dışsal şokların, bir yandan da 1990'lar boyunca sürdürülen dışa bağımlı, yapay büyüme stratejisinin ve çarpık toplumsal bölüşüm ve birikim mekanizmalarının artık tıkanmış olmasının bir sonucuydu.¹⁰⁴

1990 sonrası yıllarda makro ekonomik istikrarı yeniden oluşturabilmek yerine, ekonominin birikim önceliklerini doğrudan doğruya kısa vadeli dış sermaye girişlerinin özendirilmesine dayandırarak, kısa süreli ve yapay büyüme kazanımları üzerine kurmayı tercih etmiştir. Bu tercih, ulusal ekonomiyi tamamen konjonktürel ve dışsal olgulara bağımlı hale getirmiş ve ekonominin kısa çevrimli, mini büyüme –kriz-istikrar sarmalarına sokulmasına neden olmuştur.

¹⁰⁴ Yeldan Erinc, s159

Dolayısıyla, 1999 sonuna gelindiğinde, Türkiye ekonomisinde bir reform stratejisi kaçınılmaz bir gereklilik olmuştur. bu süreçte, enflasyonunun üç haneli rakamlara çıkma eğiliminin kuvvetlenmesi durumunun getireceği tehlikelerin yanısıra, 1998'den 1999'a kadar olan sürede borç servisinin (faiz + anapara geri ödemeleri) 145'e çıkmış olması da ekonomiye müdahaleyi zorunlu hale getirmiştir.¹⁰⁵

IMF'ye sunulan 9 Aralık 1999 tarihli Niyet Mektubu böyle bir stratejinin ilk adımları olarak değerlendirilebilir. Enflasyonu düşürme ve bu hedef etrafında bir dizi yapısal dönüşümü detaylı bir şekilde planlayan Niyet Mektubu, Türkiye Ekonomisinin 2000'li yılların başındaki birikim ve büyüme stratejisini ortaya koyuyordu.

2000 yılında uygulamaya geçilen istikrar programıyla ekonomi de yeni bir süreç başlamıştır. “Döviz Kuruna Dayalı Enflasyonu düşürme Programı” ile amaçlananlar içinde en önemlilerinin, kamunun finansmanının yapısının sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasının, reel faizlerinin makul seviyeye indirilmesinin, enflasyonunun düşürülmesinin ve yapısal reformların gerçekleştirilmesi ile ekonominin istikrarlı bir yapıya kavuşturulmasının olduğu görülmektedir.

Enflasyonu Düşürme Programının ilk ana unsuru sıkı maliye politikası le faiz dışı bütçe fazlasında iyileşme kaydedilmesi, yapısal reformlar ile bu iyileşmenin kalıcı kılınması ve özelleştirmeye hız kazandırılmasıdır. Bu çerçevede, 1999 yılı sonunda GSMH'nın yüzde 2'si düzeyine açık veren toplam kamu kesimi faiz ışı dengesinin 2000 yılında GSMH'nın yüzde 2,2 oranında fazla vermesi, 2001 ve 2002 yıllarında ise bu oranın yüzde 3,7'ye yükselmesi öngörülmektedir. Depremle ilgili harcamalar hariç tutulduğunda öngörülen mali iyileşme önemli oranda artmaktadır. Kamu kesiminde öngörülen iyileşmenin kalıcı kılınması ise hedeflenen yapısal reformlara dayanmaktadır.

Bu temel uygulamalar sonucunda, TÜFE enflasyon oranının 2000 yılında yüzde 25, 2001 yılı sonunda yüzde 12, 2002 yılında ise tek haneli rakamların düşmesi hedeflenmiştir. TEFE enflasyon oranını ise bu dönemler itibariyle, sırasıyla yüzde 20,

¹⁰⁵ Bilgin M.H, “Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri”, İstanbul 2002
42

yüzde 10 ve yüzde 5 olması öngörülmüştür. Diğer taraftan, programda kararlı bir gidişat ile reel faizlerde düşüşün yaşanması ve ekonomik aktivitenin hızlanması, yapısal reformlar ile etkin kaynak kullanımının gerçekleşmesi ve potansiyel büyüme hızının yukarı çekilmesi beklenmekteydi. Bu beklentiler doğrultusunda, 2000 yılında büyüme hızının yüzde 5,6 oranında gerçekleşmesi ve bu eğilimin diğer yıllarda da devam etmesi tahmin edilmiştir.¹⁰⁶

2000-2002 döneminde uygulanacak olan döviz kuru politikası iki ana döneme ayrılmaktaydı. İlk 18 aylık dönemde Merkez Bankası tarafından uygulanan kur Politikası enflasyon hedefine yönelik günlük kur ayarlanması esasına dayanmıştır. 1 ABD doları +0,77 EURO olarak takip edilen kur sepeti artış oranı günlük bazda bir yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde açıklanmış ve tüm işlemler önceden belirlenmiş değerler üzerinden yapılmıştır. Bu kapsamda, kur sepeti günlük artış oranları yıllık yüzde 20 oranında hedeflenen TEFE artış oranına göre ayarlanmış ve günlük değerleri ilan edilmiştir.

2000 yılı için istikrar programının koyduğu döviz kuru sepeti hedefleri düzenlenmiştir. Kur sepeti Temmuz 2001'e kadar sabit ölçüde değer yitirdikten sonra, merkez parite etrafında simetrik olarak genişleyen bir band uygulamasına geçilecektir. Bu band her yıl bir ucundan diğer ucuna %15 puanlık bir oranda genişleyecek ve bandın toplam genişliği Aralık 2001 sonunda %7,5'e, Haziran 2002'de %15'e, aralık 2002'de de %22,5'e çıkartılacaktır. Daha sonra döviz kuru yeniden piyasa güçlerinde serbestçe belirlenmesi ilkesine dönülecektir.¹⁰⁷

Söz konusu kur politikasının likidite kontrolü üzerindeki yansıması ise Merkez Bankası'nın önceden açıkladığı fiyatlarla kendisine getirilen tüm dövizini satın alması, diğer bir deyişle, piyasaya döviz karşılığı Türk lirası vermesidir. Bu çerçevede, Merkez Bankası bilanço kalemlerinden Net iç Varlıklar (NİV) kalemindeki dalgalanmanın azaltılması ve artışının kısıtlanması öngörülmüştür. NİV kalemi, performans kriteri

¹⁰⁶ Kadioğlu Ferya, "Kura Dayalı İstikrar programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri: Türkiye 2000" TCMB, Ankara 2001, s 6

¹⁰⁷ Yeldan Erinc, s 162

olarak belirlenen maksimum değeri merkez alan bir önceki üç ayın fonundaki para tabanı büyüklüğünün yüzde %5'i oranındaki alt ve üst limitler dahilinde değişebilecektir. Performans kriteri, NİV kaleminin değerlendirme hesabı hariç tutulduğunda, her üç aylık dönem sonunda -1,2 katrilyon TL tutarında sabit kalması belirlenmiştir.¹⁰⁸

2000'in ilk yarısında piyasalar gelişmeleri iyimser ve pozitif olarak algıladı. Net İç Varlık hedeflerinde bir alt taban olması, belli bir döviz girişinin üstünde TL faizlerinin çok gevşemesi gibi etkenlerin pozitif etkileri oldu. Overnight'ların belirli günlerde yüzde 5'lere kadar gevşediğini gördük. Tabii bunun bir pozitif tarafı, 2001 yılı için özellikle bono faizlerinin gevşemesi ile kamunun üzerindeki borç yükünün azalması oldu. Ama öbür taraftan da Net İç Varlık'ta bir bant olması... Programda önemli bir eksikliğin olduğu ortaya çıktı. Yani programın ani döviz çıkışında, bir B planının olmadığını gördük.¹⁰⁹

Merkez Bankası uzun bir süredir, piyasalar sadece Türkiye'ye giren döviz karşılığında TL enjekte ediyor. Yani karşılıksız para arzını kesmiş durumda. Bu tabii, enflasyonu karşı müthiş bir silah, ama "yan etkileri," de var. Olası krizlerde Merkez'in bu politikayı sürdürmesi, paraya sıkışan şirketleri ve hatta sektörleri vurabiliyor. Son Demirbank krizinde bu durum yaşanmış ve Merkez Bankası ilk günlerdeki tereddüdünün ardından, piyasalar para vermemiş ve Demirbank'ın Fon'a devrolmasını getiren süreç böyle başlamıştı... Olası bir yeni krizde Merkez'in aynı politikayı sürdüreceğini tahmin etmek zor değil...

Bütün bunlara rağmen, daha sonraları bunun olumlu etkileri görülmeye başlandı ve Hazine iç borçlanma yıllık bileşik faiz oranı, Ocak 2000'de %37'ye; İnterbank piyasası gecelik faiz oranı ortalaması %34.1'e düştü.

Ancak faizlerdeki bu hızlı düşüş, Hazine'nin borç yükünü azaltmasına rağmen Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadele politikasını zedeledi.

¹⁰⁸ Kadioğlu Ferya, s 12

¹⁰⁹ Oğuz Tanju, "Yüzde 20'lik Devalüasyon Bile Çare Değil", Power Dergisi, Şubat 2001 s 89

Bankaların, her yıl olduğu gibi, standart bir işlem olan açık pozisyonlarını azaltma işlemlerine ekim ayın sonu itibarıyla başlamaları sonucu, likiditeye olan ihtiyaç arttığından faizler bir benze de olsa yükselmeye başladı.

Bu dönemde Türkiye ekonomisinin genel profilinde, 1999 yılındaki küçülmenin, yerini, iç ve dış talepte artışa bıraktığını görürüz. Talep canlılığına ve bu talebi, bankaların açılan bireysel kredilerle körüklemelerine rağmen, enflasyon oranı yüzde 40'ların altına inmişti. Talep canlılığının diğer sebebi ise, 1998 yılındaki kriz sonrası artan faizlerin ardından, hızla inen faiz oranlarını halkın beğenmemesi sonucu "ertelenmiş harcamaların" tüketim şeklinde piyasaya dönmesidir.

Bankacılık ile ilgili düzenlemelerin de bu dönemde hızlanmış olması bankaları hızlı bir şekilde dolar almaya yöneltirken, dolar almak için gerekli olan şey ise daha fazla likidite oldu. Daha fazla likidite talebi doğal olarak faizleri daha da yükseltti.

Bankalar Ekim ayının sonlarına doğru yıl sonu hesapları ve bilanço görünümü nedeniyle açık pozisyonlarını azaltmaya yöneldiler. Açık pozisyonlarını azaltma, likiditeye olan gereksinimi ve dolayısıyla faiz oranlarını bir miktar arttırdı. Bu gelişme bankaların her yıl gerçekleştirdikleri bilinen bir durumdu.

Tüketici fiyatları için 2000 yılından başlayarak üç yılda hedefler, ilk yıl için %25, ikinci yıl %12 ve sonraki yıl için %5'lik şeklindeydi. Ama hedeflenene ilk yıl için gerçekleşmeyerek, 2000 yılında döviz %20 artarken, TÜFE %39, TEFE %32 oranında arttı. Bu durum güven sarstı ve TL'nin aşırı değerlenmesi ithalatı patlatarak, yıl sonunda dış açığı 12 milyar seviyesinde gerçekleşti. Bu miktar 1994 yılındaki krizdeki açığın iki katı demekti ve 2000 yılında Türk ekonomisi tarihini en büyük cari işlemler açığını vermişti.¹¹⁰

IMF ile (staff monitoring) ve stand-by anlaşmalarını önem kazandığı 1999 ve 2000 yıllarındaki gelişmeler gerçek bir istikrar programı ile taban tabana zıt olmaları

¹¹⁰ Kızılyalı Hüsni, "Kasım 2000 Krizinin Analizi", Banka-Mali Ekonomik Yorumlar Aylık Dergi Sayı:11, s 74

açısından ilginçtir. Bütçe açığının GSMH'ya oranı 4 puan artarak %11.5'in üstünde, kamu kesimi açığı %14 ve cari dış açık 2000 yılında 9 milyar dolar olmuş, dış borç servisi son yıllarda 2001 yılın dahil 25,30 milyar dolara çıkmıştır. Ayrıca özel bankalara da 2000 yılında 10 milyar dolardan daha fazla kaynak verilmiştir. 2000 yılın ortasında 12 aylık artış olarak emisyon %80, M1 %109, M2 %65 ve M2Y %80 artarken; 1999 yılı itibariyle bu kalemler ortalama %100 civarında artış göstermiştir. Büyüyen aşırı açıklar, 1999 ve 2000 yıllarında toplam talebin (aggregate demand) toplam arzın çok üzerinde olduğunu, enflasyonist baskını 1997 ve 1998 yıllarına kıyasla arttığını ve bu baskının aşırı parasal genişleme ile desteklendiğini göstermektedir. Para arzı %100 artarken bir istikrar programından bahsetmek gayri ciddi olmaktadır. Para miktarı %100 artarken GSMH %5 artsa bile, fiyat artışı %95 olur. Bu nedenle enflasyonu üretimi arttırarak değil, para miktarındaki artışı kısıtlayarak düşürmek mümkündür. Bu yüzden, "enflasyonu üretimi arttırarak durdurma" sloganı Türkiye'de 30 yıldır kullanılan bir boş laf olarak kalmaktadır. Fiyat istikrarı olan ülkelerde para arzı artışı genellikle %10'un üzerinde değildir.¹¹¹ 1999 yılı istikrar programı, açıkça belirtmemekle birlikte, para arzını arttırarak faiz haddini düşürme, bu suretle üretimi arttırma ve bütçenin faiz yükünü azaltma ve bunlar vasıtasıyla enflasyonu düşürme ilişkisine dayandırmaktadır.

Türkiye ekonomisinde ve özellikle mali sektörde uzun süredir yaşanan ve kronikleşen sorunların çözümü için tasarlanan kapsamlı bir programının parçası olarak, 22 Aralık 1999 günü, Türk bankacılık sektöründe aktif büyüklüğü olarak %5.2 ve mevduat olarak da %6.5 paya sahip olan beş ticari banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredildi. 22 Aralık Bankacılık Operasyonları ile devlet Egebank, Sümerbank, Yaşarbank, Yurtbank ve Esbank'a el koyarak bu bankaları Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devretti.

Aynı dönemde bankacılık kesimine yönelik yeni düzenlemeler birden hız kazanmaya başlamasıyla beraber, bu düzenlemeler bankaları açık pozisyonlarını kapatmak yolunda çok daha hızlı ve ani davranışlar için soktu.

¹¹¹ Sönmez Mustafa, "10 Soruda Kriz Anlatmak" Forum Dergisi, TOBB, Ankara, Mart 2001, s15

Bu durumda bankalar döviz alabilmek için likiditelerini daha fazla arttırmaya yöneldiler. Daha fazla likidite talebi ise doğal olarak faizlerin çok daha hızlı olarak yukarı hareketlenmesi sonucunu getirdi.

Faizlerde başlayan bu artış meyli, yüksek miktarda Hazine kağıdı taşıyan ve bunları repo işlemlerinde kullanan bankaları sıkıntıya sokmaya başladı. Likidite sıkıntısı çeken ve ellerindeki Hazine kağıtlarını fonlamak zorunda olan bu bankalar büyük kayıplarla karşılaşmaya başladılar.

Bu noktada bazı bankaların Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) alınacağına ilişkin söylentilerin yayılması, bankaların birbirlerine olan kredi hatlarını iptal etmelerine ya da minimum düzeye düşürmelerine yol açarken, bu gelişmenin yarattığı ek likidite daralması, bankaların daha yüksek faizle fon bulmaya razı olmaları sonucunu getirdi. Faizlerde ortaya çıkan hızlı yükselme, Hazine kağıtlarının ikinci el piyasasında işlem hacminin hızla düşmesine neden oldu.

Başlangıçta yıl sonu hesap işlemleri nedeniyle yavaş yavaş piyasadaki çıkmaya yönelen yabancı yatırımcılar, gelişmelerin farklı bir boyuta kaydığını algılayarak döviz taleplerini arttırıp, ellerindeki Hazine kağıtlarını hızla satarak Türkiye'den çıkışlarını daha da hızlandırdılar. Bu eğilim faizleri daha da tırmandırdı. Faizlerin yükselmesi ve bu gelişimin hız kazanması bankaların yurt dışında yarattıkları fonları dağılmaya başlamasına yol açtı. Bu fonların ortağı konumundaki yabancı bankalar paralarını alarak fonlardan çıkmaya başladılar. Bu durumda fonlardaki Hazine kağıtlarının fonlanması da yerli bankaların üzerine kaldı. Faizler daha da yükseldi.

Bir süre Net İç Varlıklar hedefine kilitlenen ve piyasaya ek likidite vermemekte direnen Merkez Bankası bu noktada devreye girerek Net İç Varlıklar hedefini aştı ve piyasaya ek likidite sundu. Ne var ki bu aşamada artık geç kalınmıştı ve piyasada en fazla likiditeye gereksinim duyan, elinde en fazla Hazine kağıdı bulunan büyük bir banka sıkıntıya düşmüştür.

IMF ile yapılan Stand-by anlaşması ile uygulanmaya konulan istikrar programı, enflasyonu gerilere bir miktar çekmesine karşın, para kurulu sistemi (sabit döviz kuru sistemi), para arzını kontrol etmeyerek faizin aşağı çekilmesi ile üretimi arttırmak, üretim artışını sağlayarak enflasyonsuz büyümeyi sağlamak uygulamaya yanlış ekonomik politikalarla geçirilince Türkiye bir anda peş peşe iki krizin arasında kalmıştır. İstikrar programı ile ülke üretime yönelemeyerek tam tersine bir durgunluğa sürüklenmiştir. Bu krizler ülke ekonomisine büyük zarar vererek ve özellikle mali sektörde derin bir krizin yaşanmasına neden olmuştur.

4.6.2 2000 Kasım Krizi ve Sonrasındaki Finansal Gelişmeler

Türkiye, Kasım 2000'de patlayan bir finansal kriz yaşamaya başladı. Bu tarihte bankalararası piyasada gecelik borçlanma basit faizi yaklaşık üç kat artarak ortalama %110.8'e, en yüksek %210'a fırladı. Bankalararası piyasada ortalama faiz 13 Kasımdan itibaren önceki aylara göre yükselmekteydi. Örneğin 15 Kasım tarihinde ortalama gecelik faiz %81.45 olmuştu. Faiz sonraki günlerde düşmüş ve sıçrama kamu kesimi maaş ödemesine bağlanmıştı, ama, daha önceki aylarda böyle bir sıçrama yoktu. Ağustos, Eylül ve Ekim aylarını 15'inde gecelik faiz sırasıyla %37.3, 44.5 ve 38.5 idi.

2000 başından itibaren program uygulaması ile birlikte gecelik faizde zaten artan dalgalanma-volatilite, Tablo 3'deki standart sapma sütununda görüldüğü gibi, Ağustos ve Eylül'de önemli ölçüde yükseldi. Faizde volatilite yükselmesi ile gelen artış finansal paylarda bir baskı ve gerginlik olduğu anlamına geliyordu ve 22 Kasım'da kriz öyle bir günde patlamamıştı.

22 Kasım'da ve izleyen günlerde TCMB'nin döviz rezervinde de önemli bir azalma gözlemlendi. Tablodan izlenebileceği gibi TCMB, 17-24 Kasım haftasında yaklaşık 3 milyar dolar, 24 Kasım-1 Aralık haftasında da 2.5 milyar dolar olmak üzere döviz rezervinin 5.5 milyar dolarını kaybetti. İki haftada brüt döviz rezervi 24.4. milyar dolardan 18.9 milyar dolara indi. Böylece enflasyonu düşürme programının net döviz rezervi üzerine koyduğu alt sınırı inilmişti.

Tablo 3: İnterbank Gecelik Faiz Oranları: En Yüksek, En Düşük, Ortalama ve Standart Sapma*

		En Düşük	En Yüksek	Ortalama	Stan. Sapma
1999	Eylül	57.51	70.98	67.21	4.61
	Ekim	65.51	69.95	69.47	1.08
	Kasım	68.72	69.99	69.78	0.30
	Aralık	69.86	70.00	69.97	0.04
2000	Ocak	18.90	65.56	35.90	10.28
	Şubat	26.28	83.19	49.23	14.12
	Mart	26.38	68.07	39.08	8.95
	Nisan	18.90	45.87	36.16	6.62
	Mayıs	32.08	56.84	41.29	6.55
	Haziran	26.85	75.75	42.00	11.67
	Temmuz	13.60	38.83	25.97	5.08
	Ağustos	22.14	92.57	35.57	16.90
	Eylül	23.71	79.65	46.20	14.05
	Ekim	25.82	71.22	38.41	9.72
	Kasım	27.94	315.92	79.46	67.61
	Aralık	61.75	873.13	198.95	238.97
2001	Ocak	31.12	76.84	42.16	12.47
	Şubat	36.55	4018.58	436.00	983.80
	Mart	80.00	96.55	81.89	4.05

Kaynak: TCMB Aylık rapor 2001 (*Standart sapma, günlük ortalama faizden hesaplanmıştır.)

FBE= Faiz % Değişmesi + Döviz Kuru % Değişmesi

Döviz Rezervi % Değişmesi

Döviz rezervindeki hızlı erime de finansal piyasalardaki baskının ve gerginliğin derecesinin yansıtıyordu. Baskı ve gerginliğin rezerve yansımaları da, daha önceden, Ekim ayında başlamıştı. Tablo 4’de görüldüğü gibi, döviz rezervi 13 Ekimden 27 Ekime 1.8 milyar dolar düşmüştü. TCMB, 2000 Kasım ayında dövizde hedef alan yoğun spekülasyon saldırısını (a) 7.5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiş. IMF kredisi, ek rezerv olanağı (SRF; Supplemental Reserve Facility) biçiminde verilmiştir ve vadesi oldukça kısa, maliyeti de yüksektir. Demek ki TCMB, ilan edilen döviz kuru çizelgesini çok yüksek bir maliyetle savunabilmiştir. Ancak şunu da vurgulamak gerekir ki, daha sonra olabilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücü büyük ölçüde azalmıştır.

Tablo 4: TCMB'nin Haftalık Döviz Rezervi, Milyon Dolar

Tarih	Brüt Döviz Rezervi	Tarih	Brüt Döviz Rezervi
Kasım Krizi		Şubat Krizi	
06.10.2000	24,530	05.01.2001	25,097
13.10.2000	24,839	12.01.2001	26,593
20.10.2000	24,289	19.01.2001	26,134
27.10.2000	23,249	26.01.2001	25,691
03.11.2000	24,256	02.02.2001	25,928
10.11.2000	23,583	09.02.2001	26,565
17.11.2000	24,433	16.02.2001	27,943
24.11.2000	21,583	23.02.2001	22,581
01.12.2000	18,942	02.03.2001	21,521
08.12.2000	19,624	09.03.2001	21,529
15.12.2000	19,823	16.03.2001	20,060
22.12.2000	19,934	23.03.2001	19,170
29.12.2000	19,635	30.03.2001	18,445

Kaynak: TCMB Aylık rapor Nisan 2001

Her önemli mali krizde olduğu gibi bu krizde de mali kesimde başlayan sarsıntı kısa süre sonra reel kesimi de derinden etkilemeye başladı. Piyasada ortaya çıkan faiz dalgalanmaları talep canlılığını birdenbire kesiverdi. Talepte ortaya çıkan bu ani azalma, reel kesimin satışlarının daralmasına ve dolayısıyla stoklarının hızla yükselmeye başlamasına yol açtı.

Reel kesimde yaşanan ve giderek bir krize dönüşen sıkıntının bu kez de dönüş mali kesimi etkilemesi kaçınılmaz görünüyor. Bu da, önümüzdeki dönemde bankaların geri dönmeyen kredilerinde önemli artışlar olmasıyla sonuçlanırsa, bankaların reel kesime yönelik kredilerini daha da kısımlarına ve sonuçta bir kısır döngüye yol açabilir.

4.6.3 Şubat 2001 Krizi

Türkiye Kasım 2000 krizini dövize yönelen yoğun spekülasyon saldırısını yüksek faizle, önemli döviz rezervi kayıplarıyla ve en önemlisi 7.5 milyar dolarlık ve IMF kredisiyle geri püskürtülmüş ve döviz kuru politikasını yüksek bir maliyetle savunabilmişti. Ancak daha sonra oluşabilecek benzer bir krize karşı savunma gücü oldukça azalmıştı.

Kasım krizi aşıldı derken, tam üç ay sonra 19 Şubat 2001 tarihinde Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasında Milli güvenlik kurulu toplantısında yapılan tartışma ikinci bir spekülasyon başlatmış oldu ve bu kez döviz krizi baş gösterdi.

Repo piyasasında oranı yüzde 7000'e kadar tırmanmasına karşın kimse parasını satmak istemeyince bankalar Merkez Bankasından 3.1 milyar dolar döviz satın aldı. Salı günü birbirine para satan bankaların saat 17.00'ye kadar yerine getirmesi gereken yükümlülüklerini 21 Şubat Çarşamba'nın ilk saatlerine kadar yatırmaması sistemdeki endişeyi ve güvensizliği arttırdı.

21 Şubat'ta bankalararası para piyasasında gecelik faiz %6200'e kadar çıktı ve ortalama %4018,6 oldu. 16 Şubat' 27.94 milyar dolar olan Merkez Bankası döviz rezervi 23 Şubat'ta 22.58 milyar dolara indi ve rezerv kaybı 5.36 milyar dolar oldu. Kasım krizinde yerli yatırımcıların ve özellikle bankaların da dövize yöneldiği görüldü. Dövize yapılan saldırıya karşı koyamayan TCMB 21 Şubat gecesi döviz kurunun dalgalanmaya bırakıldığını açıkladı. 19 Şubat'ta 1 ABD dolarının piyasa satış kuru 686.500.-TL iken, 23 Şubat'ta 920.000.-TL, 28 Şubat 960.000.-TL oldu. Kur artışı yani devalüasyon oranı %40'a ulaştı. Kasım ayında yara alan enflasyonu düşürme programı böylece sonu gelmiş oldu. Şubattaki bir döviz kriziydi ve ateşlenmesi farklı bir olayla da olabilirdi. Faizini çok yüksek oranlara ulaşması bile dövize olan talebi engelleyememişti.

Şubat ayında Hazine ihalesi öncesinde yaşanan olumsuz gelişmeler, istikrar programının uygulanmasına olan güvenin tamamen kaybolmasına neden olmuş ve Türk Lirasına karşı ciddi anlamda bir atak meydana gelmiştir. 19 Şubat'a bir gün valörlü 7.6 milyar dolarlık döviz talebi olmuş, Merkez Bankası bu talebe karşı likiditeyi kontrol etmeye çalışmıştır. Likidite sıkışıklığı özellikle kamu bankalarında aşırı düzeyde günlük likidite ihtiyaçları nedeniyle ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuştur. Bu

ortamda uygulanmakta olan döviz kuru sistemi terk edilerek Türk Lirası dalgalanmaya bırakılmıştır.

Merkez Bankasının dalgalı döviz kuru sistemine geçmesiyle, ödemeler sistemine işlerlik kazandırmak için, piyasaların Türk Lirası likidite ihtiyacının karşılamaya başlamıştır. Bu durum neticesinde kısa vadeli faiz oranları yüzde seksen civarına gerilemiştir.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri bankacılık sektörünün sorunlarını daha da ağırlaştırmış, yeni sorunların çıkmasına neden olmuştur. Bankacılık sektörü Kasım krizi sonrasında faiz riski, Şubat krizi sonrasında ise hem faiz riski hem de kur riski sonucu önemli kayıplarla karşı karşıya kalmıştır. Başta kamu bankaları olmak üzere bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması için ihtiyaç duyulan kaynaklar kamu maliyesi üzerine önemli bir yük getirmiştir bulunmaktadır. Yaşanan krizler, faizlerde ve enflasyonda artış, döviz kurlarında dalgalanmayla birlikte ekonomide bir belirsizlik ortamına yol açmıştır. Bu durum, reel sektörü de çok olumsuz etkilemiştir. Mali sektörde yaşanan sıkıntılar reel kesime yeni kredi imkanını ortadan kaldırırken, reel kesimin kredi geri ödemelerinde de önemli sorunlara yol açmıştır.

SONUÇ

Ekonomideki kaynakların tasarruf ve tüketim şeklinde bölünmesini belirleyen unsurlardan biri olan faiz, istikrarın sağlanmasında önemli bir role sahiptir. Böylece, faiz ekonomik açıdan fevkalade önemli bir çok karar, davranış ve neticede ekonomik dengeler üzerinde etkili olmaktadır. Faiz oranları, üretim-tüketim ve tüketim-tasarruf dengelerini başlıca etkenler arasında yerini almaktadır.

Faiz politikası, yani bir anlamda faiz hadlerinin belli ekonomik amaçlara göre yönlendirilmesi, sert ve esnek, süreli veya gerektiğinde genel veya kısmi olabilir. Ama tamamen ortadan kalkması ve faiz hadlerinin serbest şekilde oluşan arz ve talep dengelerinin belirlenmesine bırakılmasına pek gerçekçi bir varsayım değildir.

Faiz politikasının etkili yürütülmesi için tüm finansal ve ekonomik faktörler dikkate alınmalıdır. Yani, tek taraflı yürütülen faiz politikası pek fazla etkili olmaya bilir, hatta sisteme zarar verebilir. Bu çalışmadan ortaya çıkan sonuç, açık sermaye piyasalarına sahip olan ülkenin aynı anda hem faiz oranlarını hem de döviz kurlarını kontrol edemeyeceğidir. Yani, döviz kurlarını denetim dışı bırakan bir ülke bu şartla faiz oranlarını kontrol edebilir. Trilemma olarak adlandırılan bu süreç, aynı anda üç hedefe (açık sermaye piyasaları- sabit ya da yönetilen döviz kurları-faiz oranlarının kontrolü) ulaşamayacağını ifade etmektedir. Bu perspektivden hareketle, sermaye piyasaları açık olan ülke, döviz kurunun serbestçe dalgalanmasına izin vermek şartıyla faiz oranlarını hala kontrol edebilir. Böyle bir ülke döviz kurunu yönetmek isterse, faiz oranı üzerindeki kontrolünü bırakmak ve onu döviz kuru hedefleriyle uyumlu bir şekilde tutmak zorundadır.

Para kurulu sistemi İMF ile istikrar programı uygulamış pek çok ülkede görülen uygulamalardan birisidir. Bu sisteme göre merkez bankaları ancak kasalarına döviz girdiğinde piyasaya yerli para sürebilmekte, diğer zamanlarda istedikleri gibi para basarak likiditeyi artıramamaktadırlar. Bu uygulamada parasal taban, ancak banka sistemi veya özel sektörün kurula sabit kurdan döviz sattığı zaman artmakta, döviz satın aldığı zaman azalmaktadır. Parasal tabanın bu şekildeki yabancı paralara bağımlılığının olması, yine merkez bankalarının parasal tabanı genişletmek ya da daraltmak amacıyla uygulayacakları politikaların etkinliğini azaltan diğer faktördür.

Bu sistemde ülkeye gelen yabancı paralar merkez bankasının kasalarına girer ve böylece para arzının artmasına neden olur. Ayrıca, yabancı para miktarı arttığından döviz kurları düşer, yerli paranın değeri yükselir. Diğer taraftan yerli para bolluğu faiz oranlarını düşürür. Yerli paranın değeri kazanması ile faiz oranlarının düşmesinin aynı anda gerçekleşmesi, yabancı paranın ürküp ülkeden çıkmasına yol açan bir gelişmedir. Bu durumda merkez bankası döviz satmak zorunda kalmakta, böyle bir durumda oluşan para sıkışıklığı faiz oranlarını aşırı yükselttiğinden ülkede bir para krizi oluşmuştur. Bu sürecin aynası Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde Türkiye’de yaşanmıştır.

Sermaye akımlarının hiçbir kısıtlamaya tabi olmadığı ülkelerde, finansal serbestliğin ortaya çıkardığı ve para politikalarını etkisizleştiren uygulamalardan birisi de sıcak para hareketleridir. Yerli paranın aşırı değeri ve faiz oranlarının yüksek olması durumunda oluşacak makasın açılması, bir ülkeye sıcak para girişini teşvik eden faktörlerden birisidir. Sıcak para girişi ülkede başlangıçta döviz bolluğuna yol açtığından harcamaların ve ithalatın şişmesine neden olmakta ve ödemeler dengesi üzerinde başlangıçta sağlanan olumlu gelişme bir süre sonra yerini açıklara bırakmaktadır. Sıcak para girişinin özendirmek için faiz oranlarının yüksek tutulmasının ülke içinde reel sektör üzerinde başka olumsuz etkenleri de olmakta, yatırımları sürdürülemez duruma getirmektedir. Sürdürülemez duruma gelen yüksek faiz politikasından vazgeçmek ise hızlı bir yabancı para çıkışına yol açarak ülkede döviz krizine yol açmaktadır.

Bu süreç de Türkiye Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde yaşanmıştır. Şubat ayına kadar sabit döviz kuru rejimi uygulayan Türkiye bu tarihe kadar sıcak paraya oldukça yüksek faiz vermiş, bu politikanın sürdürülemez duruma geldiği inancı ve bir devalüasyon beklentisi sıcak paranın yurt dışına çıkmasına yol açmıştır. Her iki krizde de Merkez Bankası uyguladığı para kurulu sistemi yüzünden piyasayı fonlamamış, aşırı likidite sıkıntısı bankalararası para piyasasında gecelik faiz oranlarının yüksek düzeylere ulaşmasına yol açmış ve para krizinin ekonomik krize dönüşmesi engellenememiştir.

KAYNAKÇA

Abaç Selçuk, **“Para Teorisinde Faiz Oranları ve Türkiye’deki Uygulamalar”**

İstanbul 1980

Ada Zeynep, **“Faiz Politikası ve Türk Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkisi”** DPT, Ankara 1992

Akalın Uğur Selçuk, **“Faiz Oranlarının Tüketim ve Tasarruf Etkisi: Türkiye Deneyi (1963-1985),** Marmara Üniversitesi, Doktora Tezi, İstanbul 1985

Akalın Uğur Selçuk, **“Makroekonomik Modeller ve İktisat Politikaları”**, Set Yayınlar, İstanbul 2003

Akçay A.Memduh, **“Para Politikası Araçları”**, DPT, Ankara 1997

Akdiş Muhammet, **“Faiz Politikasının Enflasyon Üzerindeki Etkileri ve Türkiye”**, YIMDEK, Ankara 1995

Akçay Cevdet, **“Para Teorisi ve Para Politikaları”**, TBB, İstanbul 1996

Akdiş Muhammet, **“Global Finansal Sistem, Krizler ve Türkiye”**, Beta Yayın, İstanbul 2000

Aktan Can Coşkun, **“Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye”** TOSYÖY Ankara 1997

Atasever Fatoş, **“Güneydoğu Asya Krizinin Türkiye’nin Dış Ticareti Üzerindeki Olası Etkileri”**, TBB, Ankara 1998

Ali Alp, **“Finansın Uluslararasılaşması”** İstanbul 2000

Aras O.Nuri, **“Para Talebi, İkamesi ve Finansal Gelişme”** Bakü 2000

Aras O.Nuri, **“Rusya’da Sosyo-Ekonomik Değişim Dalgası”** Bakü 2000

Arıcan Erişah, **“Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları: Türkiye”** İstanbul 2002

Auerbach Robert D, **“Money, Banking and Financial Markets”**, Macmillan Publishing Company, 1989

Başoğlu İlhan, **“Finans; Teori, Kurum, Uygulama”**, Ekin Kitapevi, Bursa 2001

Bilgin M.H, **“Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri”** İstanbul 2002

Büyükdeniz Adnan, **“Türkiye’de Faiz Politikalar”**, Bilim ve Sanat Vakfı, İstanbul 1993,

Büyükdeniz Adnan, **“Türkiye’de İç Borçlanma-Enflasyon İlişkisi”** M.Ü. İstanbul 1996

Buckley Adrian, **“Multinational Finance”**, Prentice Hall International, 1992

Civan Mehmet, **“Türk Sermaye Piyasasındaki Gelişmeler”** Ankara 1994

Çolak Ö.Faruk, **“Para Teorisi ve Politikası”** Ankara 2001, TBB

DPT, **“Küreselleşme, Bölgesel Entegrasyonlar ve Türkiye”** Değerlendirme Raporu, DPT Yayın 2374, ÖİK 439, Ankara 1998

Fisher Stanley-Dornbusch Rudriger, **“Makroekonomi”** (çev; Salih Ak), Akademi Yayın, İstanbul 1998

Gümüşeli Saniye, **“Döviz Kuru ve Faiz Oranlarından Koruma Teknikler”**, TBB, İstanbul 1999

Hansen B, **“The Political Economy Of Poverty Equity And Crowth; Egypt And Turkey”**, World Bank Comparative Studies, Oxford University Press, 1991

Hiç Mukerrem, **“Para Teorisi ve Para Politikası”**, Menteş Yayın İstanbul 1987

Husted S and Michael Melvin, **“İnternational Economics”** Harper and Row, New York, 1990

İlyas A.İmrahor, **“Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri”** İstanbul 2000

İKAV, **“Faiz Politikaları ve Türkiye’deki Uygulamalar”** İstanbul 1993

Kadioğlu Ferya, **“Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri: Türkiye 2000”**, TCMB, Ankara 2001

Karabulut Gökhan, **“Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri”**, DEK Yayın, İstanbul 2002

Karacan A.İhsan, **“Finans, Ekonomi, Politika”**, Creative Yayın, İstanbul 1997

Karacan A.İhsan, **“Bankacılık ve Kriz”**, Finans Dünyası Yayın, İstanbul 1996

- Karslı Muharrem, **“Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler”** İstanbul 1989
- Kaya Y.Türker, **“Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi”**, DPT, Ankara 1998
- Kazgan Gülten, **“Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen”**, Altın Kitaplar, İstanbul 1997
- Kazgan Gülten, **“Türkiye Ekonomisi”** İstanbul 2002
- Kepenek Yakup, **“Türkiye Ekonomisi”**, Remzi Kitapevi, İstanbul 1995
- Koruyan Adil, **“Sermaye Piyasasında Kurumlaşma Düzeyi”**, SPK, Ankara 1996
- Köse Salih, **“24 Ocak 1980 ve 5 Nisan 1994 İstikrar Programları Çerçevesinde Yapılan Hukuki ve Kurumsal Düzenlemelerin Mükayeseli Analizi”**, DPT, Ankara 2000
- Kızılyallı Hüsnü, **“Kasım 2000 Krizinin Analizi”** Banka-Mali Ekonomik Yorumlar, Aylık Dergi, sayı 11, İstanbul 2001
- Keyder Nur, **“Para; Teori, Politika, Uygulama”** Ankara 1996
- Levi Maurice, **“İnternational Finance”**, Mc Craw-Hill, New York, 1990
- Morris Goldstein, **“Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri”** (çev; Karacan A.İhsan), Dünya Yayın, İstanbul 1999
- MÜSİAD, **“Türkiye Ekonomisi”** Araştırma Raporu-13, İstanbul 1995
- Neftçi Salih, **“Sıcak Para Politikası”** Hürriyet Sayı;10 Şubat 1996
- Oğuz Tanju, **“Yüzde 20’lik Devalüasyon Bile Çare Değil”** Power Dergisi, Şubat 2001
- Öçal Tezer, **“Finansal Sistem ve Bankalar”**, Nobel Yayın, Ankara 1999
- Öçal Tezer, **“Para, Banka; Teori ve Politika”**, Gazi Kitapevi, Ankara 1997
- Özel Saruhan, **“Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz”**, Alkın Yayın, İstanbul 2000
- “Para ve Finans Ansklopedisi”**, Creative Yayıncılık, İstanbul 1996
- Parasız M.İlker, **“Uluslararası Finansman”**, Ezgi Kitapevi, Bursa 1991
- Parasız M.İlker, **“Para,Banka ve Finansal Piyasalar”** Ezgi Kitapevi, Bursa 2000
- Parasız M.İlker, **“Kriz Ekonomisi”**, Ezgi Kitapevi, Bursa 1996

- Paya Melih, **“Para Teorisi ve Para Politikaları”**, Filiz Kitapevi, İstanbul 1994
- Sarıkamış Cevat, **“Sermaye Pazarları”**, Alfa Yayın, İstanbul 1995
- Seyidoğlu Halil, **“Uluslararası Finans”**, Gizem Yayın, İstanbul 1997
- Selçuk Faruk, **“Para Teorisi, Para Politikası ve TCMB Uygulamaları”**, TBB, İstanbul 1997
- Teker Suat, **“Faiz Oranı ve Döviz Kuru Yönetimi”**, EAM, Ankara 1999
- Tevfik Arman, **“Bankalarda Finansal Yönetime Giriş”** İstanbul 1997
- TOBB, **“Faiz Politikası; Görüşler ve Değerlendirmeler”** Ankara 1987
- Tunay K.Batu, **“Hiperenflasyon ve Hiperenflasyon Sürecinde Para İkamesi”**, Beta Yayın, İstanbul 2002
- Tunay K.Batu, **“Türkiye’de 1980-1995 Döneminde Para Politikasının Gelişimi”**, BSE, İstanbul 1996
- Uludağ İlhan, **“Sanayileşme ve Finansal Derinleşme”**, İTO, İstanbul 1997
- Uzunoğlu Sadi, **“Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye”**, İMKB, İstanbul 1995
- Ünal Targan, **“Enflasyonist Ortamda Faiz Politikaları ve İşletmeler Üzerinde Etkileri”**, İTO İstanbul 1990
- Ünal Targan, **“Finansal Kesiminin Reel Sektöre Kaynak Yaratma Kapasitesi”**, İTO İstanbul 1996
- Yay Turan, **“Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler”**, İTO İstanbul 2001
- Yalçınar Barbaros, **“Finansal Piyasaların Etegrasyonu”**, İsmail Türk’e Armağan, İMKB, İstanbul 1995
- Yeldan Erinç, **“Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi”** İstanbul 2002
- Yıldırım S.Altun, **“Türk Bankacılık Sisteminin Değerlendirilmesi 1983-1993 Deneyi”**, SPK Ankara 1995