

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT BÖLÜMÜ

FİNANSAL LİBERALİZASYON

ve

1980 SONRASI TÜRKİYE ÖRNEĞİ

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

32508

Hazırlayan : Ayşe Özdiñ

Tez Danışmanı: Doç.Dr. Nihal Tuncer

İstanbul-1994

İÇİNDEKİLER

ÖZET	2
ÖNSÖZ	6
1. GİRİŞ	7
2. BASKILANMIŞ EKONOMİ	7
2.1 FAİZ HADDİ VE DİĞER BASKILAMA ARAÇLARI.....	8
2.2 ŞENYORAJ GELİRİ VE ENFLASYON VERGİSİ.....	10
3. FİNANSAL LIBERALİZASYON	13
3.1. İÇ FİNANSAL LIBERALİZASYON.....	13
3.1.1 McKinnon - Shaw Hipotezi.....	14
3.1.2 Neo - Keynesyenler.....	20
3.1.3 Yeni - Yapısalcılar.....	23
3.1.4 İç Finansal Liberalizasyon Sonrası.....	25
3.2 DIŞ FİNANSAL LIBERALİZASYON.....	27
3.3 SERMAYE HESABI LIBERALİZASYONU.....	28
3.3.1 SermayeKaçışı ve Para İkâmesi.....	32
3.3.2 Shaw yaklaşımı.....	33
3.4. LIBERALİZASYON SONRASI ÖDEMELER DENGESİ VE MERKEZ BANKASI BİLANÇOSU.....	34
4. TÜRKİYE'DE YAŞANAN GELİŞMELER	37
4.1 İÇ FİNANSAL LIBERALİZASYON VE FAİZ HADDİNİN SEYRİ.....	41
4.1.1 Tasarruflar ve Yatırımlar.....	43
4.1.2 Tasarruf Mevduatları ve Kredi Arzı.....	49
4.2 DIŞ FİNANSAL LIBERALİZASYON: 1984 SONRASI.....	52
4.2.2 32 Sayılı Karar.....	55
4.2.3 32 Sayılı Karar Sonrası.....	57
4.3 ÇELİŞKİLER.....	60
5. SONUÇ	62

ÖZET

Finansal liberalizasyon konusunda, 1970' lerden itibaren liberalizasyonu savunan ve ona karşı olan teorisyenlerin tartışmaları oldukça zengin bir literatür oluşturmuştur. Azgelişmiş ülkelerin dış yardım almayı sürdürdükçe büyümeleri, fakat yardım kesildiği anda bunalıma girmeleri, yurtiçi kaynakların mobilize edilmesi ve dış tasarrufların yurtiçi ekonominin büyümesi amacına yönlendirilmesi konusunda arayışların başlıca motividir. Literatürde yaygın olan vakıa çalışmalarında, liberalizasyona taraf olan teorisyenlerce Latin Amerika ülkeleri kötü örnek olarak gösterilirken Uzakdoğu ülkelerinden övgüyle sözedilir.

Finansal liberalizasyonu savunan iktisatçılar, Stanford Okulu olarak bilinir. McKinnon-Shaw yaklaşımı, finansal liberalizasyonu savunan teorisyenlerce temel alınır. Onların görüşlerini eleştiren iktisatçılar ise genel olarak Neo-Keynesyenler ve yeni-yapısalcılar olarak nitelenir.

McKinnon ve Shaw liberal iktisatçılardır. Fakat neoklasik ekolün kimi varsayımlarını eleştirirler, geri kalmış ülkelerin yapısına uygun bulmazlar. Örneğin, geri kalmış ekonomilerin baskılanmış piyasalarının (yani fiyatların piyasanın işleyişi ile belirlenmediği) türdeş olmadığını, tek bir fiyat oluşmasının olanaksızlığını savunurlar. Ya da örneğin; McKinnon, neoklasik teorinin likidite tercihi ile yatırım talebi arasında ikâme ilişkisi olduğu varsayımına karşı çıkar, buna karşılık para sermayenin yatırımın kaynağı olduğunu, bu yüzden ikâme ilişkisi değil tamamlayıcılık ilişkisi olduğunu savunur. Bununla birlikte, finansal piyasalar serbestleştirildiğinde piyasaların bölünmüşlüğüne ortadan kalkacağını, işlem maliyetinin azalacağını, kısacası piyasanın kendi kendine dengeye geleceğini, bu noktanın optimal olacağını önesürler. Neo-Keynesyenler ve yapısalcılarla özünde anlaşamadıkları nokta da budur zaten.

McKinnon' a göre, yurtiçinde faiz hadleri serbest bırakıldığında toplam tasarruflar artar. Bankalarda mevduat olarak tutulan bu tasarruflar ise yatırımlar için kaynak oluşturur. Tasarruflar arttığı için yatırımlar da artar, dolayısıyla büyüme sağlanır. Shaw da aynı olayı finansal derinleşmenin sağlanması ve finansal aracılığın yoğunlaşması sayesinde finansal piyasaların etkinliğinin artması, işlem maliyetinin düşmesi, tasarrufların ve yatırımların hacminin artması şeklinde ifade eder. Hem McKinnon hem Shaw tayinlamanın ortadan kalkarak yatırımların artmasının yanısıra yatırımların etkinliğinin de artacağını savunurlar. Söz konusu iki yaklaşım birbirini tamamlar.

Neo-Keynesyenler, McKinnon-Shaw yaklaşımını öncelikle tasarruf artışının yatırım artışını sağladığı şeklinde klasik bir anlayıştan yola çıktıkları için makro düzlemde eleştirirler. Keynesyen görüşün çekirdeği efektif talep anlayışıdır, büyüme için esas olan efektif talep artışıdır. Tasarruf artışı, büyümeyi sağlamak şöyle dursun, efektif talebin azalmasına neden olduğu için durgunluğa neden olur. Getirilen ikinci eleştiri tasarrufların faiz haddine duyarlı olmadığı, öncelikle gelirin fonksiyonu olduğu şeklindedir.

Mikro düzlemde ise piyasalar rekabetçi olsa dahi tayınlanmanın varolduğu eleştirisi getirilir. Çünkü finans piyasaları, mükemmel olmayan öngörü ve arz ve talep edenler arasında asimetrik bilgilenmeye¹ tâbidir. Yüksek faiz haddinde hem riske giren yatırımcılar kredi almaya talip olacaklarından hem de risk almayan yatırımcılar kredi faiz haddini karşılayabilmek için riske gireceklerinden bankalar faiz haddi serbest bırakılsa da müşterileri konusunda temkinlidirler. Bu yüzden tayınlanma olacaktır.

Yeni-yapısalcılar da Keynesyenler' in piyasaların mükemmel olmadığı varsayımını paylaşmakla birlikte Stanford Okulu' nu farklı açılardan eleştirirler. Analizlerinde kurumsallaşmamış piyasayı ele almaları başlıca farktır. Temel yaklaşımları ise kurumsallaşmamış piyasanın kurumsallaşmış piyasaya göre daha etkin çalıştığı şeklindedir. Çünkü örneğin bankalardaki mevduat, munzam karşılığa tâbidir, bu yüzden tasarruf artışı tam olarak kredi arzı artışına dönüşemez. Eğer kurumsallaşmış piyasada değerlendirilen tasarruflar kurumsallaşmamış piyasadan çekilmişse kredi arzı düşer. Ayrıca kurumsallaşmış piyasada daha yüksek faiz sunulması kurumsallaşmamış piyasayı da faiz haddini yükseltmeye zorunlu kılar. Belirtilen iki etki sonucu liberalizasyon sonrası stagflasyon beklenir.

Bu çalışmada finansal liberalizasyonun borçluluk ile çelişen yönleri ele alınmaktadır. Finansal liberalizasyonun istikrarsızlığa neden olmaması için herşeyden önce ekonominin borç yükünün ağır olmaması gerekir. Çünkü borçların geri ödenmesi için ekonomide kaynakların kamu kesimine aktarılmasını gerekli kılar. Bu da para basılarak ya da iç borçlanma ile sağlanabilir. Fakat liberalizasyon sonrası her iki yol da kamu otoritesi için maliyetli olacaktır.

¹ Örneğin, banka borç verirken kredi müşterinin yürüttüğü yatırımın getirisinden emin olamaz. Kredi verme karşılığında kazanca belli bir oranda (faiz oranında) , ancak riske yüzde yüz ortaktır.

İç borçlanmaya gidildiğinde, kamu otoritesinin kaynak çekebilmesi rakip finansal varlıkların getirilerinden daha cazip getiri sunmasına bağlıdır. Eğer kaynak gereksinimi büyükse mutlaka fon çekebilmek için, cari piyasa faiz haddinden yüksek getiri sunmak zorunda kalınır. Ancak borç bileşiminde faiz yükünün artması gelecek dönem borcunun artması ile sonuçlanır. Serbestleştirilmemiş bir ekonomiye göre daha maliyetli olur.

Para basımının enflasyonist etkisinin bir ölçüde engellenmesi, para talebinin artması ile mümkündür. Bu da para dışında likit finansal varlıklar varolmadığında olanaklıdır. Çünkü enflasyon kaybını gidermek için para talep edilmek zorundadır. Oysa dış liberalizasyon sonrası, döviz ulusal paranın işlevlerini karşılar. Ulusal para değeri aşındığında döviz ile ikâme edilecektir. Dolayısıyla dış liberalizasyon sonrası kamu otoritesinin enflasyon vergisi salabilme olanağı ortadan kalkarken para ikâmesi nedeniyle de ulusal paranın değerinin sürekli aşınır. Hızlanan para ikâmesinin ithal girdiler yoluyla ve ulusal para cinsinden artan dış borç yükünün getirdiği kaynak gereksinimi nedeniyle enflasyonist etkisi olur. Enflasyon paranın değerinde yine aşınmaya neden olduğundan enflasyon-para ikâmesi-enflasyon zinciri sürer.

Türkiye ekonomisinin '80 sonrası deneyiminde de sözkonusu çelişkiler yaşanmıştır. Borçluluk, liberalizasyon sonrası borç yükünü artırma yönünde etki yapmıştır. 1980' lerin ilk yarısında sağlanan dış borç ekonominin sıkıntılarını gidermiştir. Fakat alınan borçların vadesinin dolması ile birlikte kaynak gereksinimi de yoğunlaşır. Bu kez iç ve dış liberalizasyon ile ilgili sorunlar kendini gösterir. Yukarıda belirtilen nedenlerden ötürü kamu kesiminin fon sağlamanın maliyeti artar ve açık büyür.

Liberalizasyonun borç yükü ile çelişen yönlerinin yanısıra kaynak sağlama olanaklarının kapanması ve *demonetization*² nedeniyle yaşanan zorunluluk boyutu vardır. Tasarruf sahiplerine pozitif reel faiz sunulması fiziksel varlıklara yönelen tasarrufları mobil hale getirmek için gereklidir. Ayrıca 1970' lerin sonlarından itibaren uygulanması talep edilen IMF istikrar programlarında da McKinnon-Shaw hipotezi üzerine temellendirilmiş öneriler yer alır. Uygulamada hem yurtiçi ekonominin gerekleri hem de IMF' nin görüşü belirleyici olmuştur.

² Paranın değerindeki aşınma nedeniyle para olma fonksiyonlarını yitirmesi ve fiziksel varlıkların toplam servet içinde ağırlığının artması anlamındadır.

Dış liberalizasyonun sonrası da yukarıda belirtilen olumsuzluklar yaşanmıştır. Amaç sermaye kaçışını engellemek iken sadece borç yükü daha da kabarmakla kalmamış, dolarizasyon (para ikâmesi) ve sermaye kaçışı belirginleşmiştir.

Dış liberalizasyon sonrası sermaye kaçışını engelleyebilmek için, yurtiçi finansal varlıkların getirisinin yurtdışı finansal varlıkların getirisine en azından eşit olması gerekir. Yurtiçi faiz haddi yüksek bir trend izlemek zorundadır, özellikle de yüksek oranda devalüasyon ve ülke-riski sözkonusuysa. Bu durum ulusal politikaya kısıtlar getirir. Sermaye hesabı libere edildiğinde, enflasyonun engellenmesi ve varlık koşullarının ortadan kaldırılması zorunluluktur. Sermaye kaçışı ve para ikâmesini engellemek için ulusal paranın dövize göre daha az tercih edilir olmasının önüne geçilmelidir.

1980' lerin başındaki borç stoku, yeni dış borç bulunmadan ekonominin özkaynaklarının mobilizasyonu ile sağlanabilir miydi? Bunlara kesin yanıt verilmesi oldukça güç. Ancak şu söylenebilir; Liberalizasyonla çelişmesine, kaynak gereksinimini derinleştirmesine rağmen 80' ler boyunca senyoraj geliri toplanmıştır. Enflasyon vergisinin doruğa ulaştığı yılların seçim dönemleri olduğu görülmektedir. Belki diğer olumsuzluklar konusunda farklı politika üretmek güç olabilir, fakat seçim yatırımlarına verilen ağırlık ve seçim öncesinde yaşanan politik belirsizlik de maliyetli olmuştur. Liberalizasyonun olumsuz etkilerini ağırlaştırmıştır.

ÖNSÖZ

Türkiye’ de finansal liberalizasyon konusundaki tartışmalar son on yılda yoğunlaşmıştır. Muhtemelen uzunca bir süre de gündemde olacaktır. Bunun nedeni, yapısal değişimlerin iktisadi olayların gidişatını önemli ölçüde etkilemiş olmasıdır.

Ticari liberalizasyonun da finansal liberalizasyon ile karşılıklı etkileşim içinde olduğu mutlakdır. Ancak konuyu sınırlamak gereğinden sadece "finansal liberalizasyon" konusu ele alınmıştır.

Özellikle dış liberalizasyon sözkonusu olduğunda para ikâmesi olgusu göndeme gelmektedir. Para ikâmesi olgusu konunun ilginç bir boyutunu oluşturmaya rağmen kaynaklara ulaşmaktaki olanaksızlıklar konuyu daha fazla ayrıntılandırmama engel oldu.

Birinci bölümde, liberalizasyon taraftarı ve liberalizasyona karşı görüşlerin tanıtılması amaçtır. Liberalizasyonu savunan McKinnon-Shaw hipotezi ile onu eleştiren Neo-Keynesyen ve yapısalcıların yaklaşımlarındaki farklılıklar ortaya konmaya çalışılmıştır. İkinci bölümün konusu ise Türkiye ekonomisinin liberalizasyon deneyimidir.

İlk bölümde baskılanmış ekonominin görünümü verildikten sonra finansal liberalizasyon, iç ve dış liberalizasyon³ olarak iki başlıkta toplanmıştır. İkinci bölümün ilkinin izdüşümü olması amaçlanmıştır.

Tez danışmanım Sn.Doç.Dr.Nihal Tuncer’ e, önemli verileri elde etmemdeki yardımları için Sn.Doç.Dr. Hasan Kirmanoğlu’ na, Ege Yazgan’a ve Mesut Özdiñç’e çok teşekkür ederim.

³ Dış liberalizasyon konusu çerçevesinde ağırlıklı olarak sermaye hesabı liberalizasyonu ele alınmıştır.

1. GİRİŞ

Ekonomik kaynak yetersizliği içinde olan gelişmekte olan ülkeler, 70'li yıllardan başlayarak ekonomik liberalizasyona yönelmiş, cari işlemler dengeleri üzerindeki baskıyı azaltmak ve büyümelerini finanse etmek için yurtdışından kaynak aktarma çabasına girmişlerdir.

Piyasa mekanizmasının en etkin üretim ve bölüşümü sağlayacağı ve bu dengenin varolan kısıtlamalar kaldırıldığında uluslararası alanda da geçerli olacağı şeklindeki kuramsal yaklaşım, ekonomik liberalizasyon seçiminin temelini oluşturur. Bununla birlikte, iki petrol krizi sonrası yüksek borçluluk düzeyleri nedeniyle borç ödemek için borçlanır duruma gelmeleri ve uluslararası finans kuruluşlarının kredi sağlamak için liberalizasyonu ön şart olarak ileri sürmeleri de gelişmekte olan ülkeler için olayın zorunluluk boyutunu oluşturur.

Bu çalışmanın konusunu finansal piyasaların, yani para ve sermaye piyasalarının liberalizasyonu oluşturacaktır. Finansal liberalizasyon iç ve dış liberalizasyon olmak üzere sınıflandırılarak, bu çerçevede finansal baskı kuramı ve sözkonusu kurama getirilen eleştiriler ele alınacaktır. Konu, 80' li yıllarda Türkiye' deki finansal liberalizasyon uygulaması ile örneklendirilecektir.

2. BASKILANMIŞ EKONOMİ

Finansal baskı (*financial repression*) kavramı, enflasyonist ortamda fiyatların piyasa koşullarınca belirlenmesine izin verilmemesi anlamına gelir.⁴ Baskılanmanın nedeni, -genel olarak- ekonomide kamu kesimine kaynak aktarılması isteği ya da zorunluluğudur. Fiyatların rekabet koşullarında belirlenmesi engellenerek kamu kesimine kaynak aktarılır.⁵

Baskılanmış bir ekonomide, faiz haddi ve döviz kuru (ulusal para/yabancı para birimi olmak üzere) piyasa koşullarınca belirlenecekleri düzeyden düşük olarak belirlenir. Enflasyonun varlığı halinde, faiz haddi sıfır hatta negatif olarak gerçekleşir. Ulusal para ise aşırı değerlenir.⁶

⁴Enflasyonist bir ortam sözkonusu değilse, finansal kısıtlama (*financial restriction*) olarak nitelenir.

⁵Bknz. bölüm 2.2.

⁶Bunların mal piyasası, para piyasası ve tahvil piyasası üzerinde etkileri olacaktır. Sermaye hesabı serbest olmadığı için, baskılanmış ekonomi tanımlanırken şimdilik uluslararası sermaye hareketleri gözardı edilecektir.

Belirtilen fiyatların denge düzeyinin altında belirlenmesine ek olarak tercihli kredilerin varlığı ve yüksek mevduat munzam karşılık oranları gibi doğrudan araçlar da baskılanmış ekonominin diğer özellikleridir.

2.1 *Faiz Haddi ve Diğer Baskılama Araçları*

Döviz kuru sabit kabul edilmek üzere, baskılanmış faiz haddinin para piyasası üzerindeki etkisi, bankacılık sisteminde tutulan paranın para arzına oranının azalmasıdır. Sıfır ya da negatif faiz geliri elde etmek tasarrufçu açısından tercih edilmeyeceği için tasarrufları kayıtdışı ekonomide değerlendirmek, enflasyonun gelir üzerindeki olumsuz etkisini gidermek için varlığını altın benzeri geleneksel yatırım araçlarında tutmak ya da taşınmazlara yatırmak gibi alternatifler aranır. Böylece tasarruflar bankacılık sisteminin dışına kayar ve/veya azalır.

Tasarrufların bankacılık sisteminin dışına kayması, piyasaların öngörülen amaçlar doğrultusunda yönlendirilmesini denetim mekanizmalarının eksikliği nedeniyle engellerken kurumsallaşmış ekonominin sigortasından da yoksun olur.

Eğer bankacılık sistemine ve kurumsallaşmış ekonomiye tek alternatif mala yatırım yapılması ise, sermaye piyasası gelişmediğinden - ki baskılanmış ekonomilerde gelişmesi istenmez- toplam tasarrufun azalması yatırım için ayrılacak fonların azalmasına neden olur. Kredi arzının azalması yatırım hacminin daralmasına neden olur. Özel kesimin arz ettiği tahvillerin getirisinin rekabet ile kaynak sağlamak amacıyla tasarruf mevduatının getirisinden yüksek belirleneceği ve baskılanmış faiz haddinin tahvil piyasasında talep artışına neden olacağı düşünülebilir, ancak bu doğru değildir. Tahvil piyasasında da baskılama vardır. Çünkü faiz haddi üzerine konulan kısıtın nedenleri bunu gerektirir. Tahvil piyasası devletin daha kolay kontrol edebileceği piyasalara rakip olmamalıdır. Ağırlıklı olarak devlet tahvillerinin tedavül ettiği varsayıldığında ise devlet tahvillerine önerilen faizin mevduat faiz oranına göre cazip olması beklenir. Özel kesim tahvilleri vergilendirilirken çoğu zaman devlet tahvilleri vergiden muaftır. Böylece devlet tahvillerinin özel sektör tahvillerine tercih edilmesi sağlanarak kaynaklar kamu kesimine aktarılır.

Ekonominin baskılanmasının nedeni, kamu kesimine kaynak aktarmaktır. Kamunun kontrolü altında olmayan kaynaklara ve varlıklara fon akımı teşvik edilmez. Bu piyasaların gelişip rakip olması engellenir. Çünkü ancak bu şekilde kamu harcamaları para basımı ile finanse edilebilir, yani enflasyon vergisi

toplanabilir.⁷ Rakip piyasaların varlığı durumunda kamuya yönelen kaynak azalır, kaynağın miktarı korunsa da maliyeti artar.

Faiz haddinin mal piyasası üzerindeki etkisi, sermaye maliyeti ve kredilerdeki miktar tayinlanmasının birbirine zıt yönde etkileri ile belirlenir. Mevduat faiz oranının düşük tutulması birebir kredi faizlerinin düşük olacağı anlamına gelmez, ancak genellikle kredi faiz oranı üzerinde de kısıt vardır. Firmalar yatırımlarını borçlanma ile finanse ediyorsa düşük kredi faizi sermaye maliyetlerini büyük ölçüde azaltır. Çünkü yatırımın getirisi yetersiz de olsa düşük maliyetle kaynak sağlayabilir.

Olumsuz yöndeki etki, düşük faiz haddinde yatırım talebi tasarruflardan yüksek olduğu için miktar tayinlaması olmasıdır. Çünkü düşük faiz haddinde kredi talebi fazlası vardır. Yatırımın getirisinden çok, işlem maliyeti, projenin başarısızlık olasılığı, hatta kefilin saygınlığı ve politik güç kredi verme kararında etkili olur (Fry, 1988, s. 18). Ayrıca faiz haddinin piyasa düzeyinden düşük belirlenmesi, baskılanma olmadığı zaman kredi alamayacak, getirisi daha düşük projelerin kredi alabilmesine neden olur.

Faiz haddi üzerinde kısıtlamanın toplam yatırımlar üzerindeki etkisi belirtilen zıt yöndeki etkilerin kuvvetine bağlıdır. Ancak sonuçta baskılanmış faiz haddi, tasarruf hacminin, dolayısıyla kredi arzının daralmasına neden olursa ve firmaların başlıca finansman kaynağı banka kredisi ise yatırımlarda azalma beklenir.

Baskılanma kamuya kaynak aktarma aracı olarak kullanılır. Fakat bu kaynak devletçe öncelikli görülen sektörlerle de yöneltilebilir. Öncelikli sektörlerle kaynak aktarımı finansal piyasaların bölünmüş (segmented) ve kısıtlanmış olmasını gerekli kılar. Bunun tersi durumda finansal sistem, kaynakları en yüksek getiriye sahip sektörlerle dağıtır. Kaynakların bölüşümünde tüm sektörlerin denk tutulması daha çok kaynak sağlanması tercih edilen sektörün bu kaynaktan mahrum kalması anlamına gelir.

Faiz haddinin yanısıra baskılanan ikinci fiyat olan döviz kuru aşırı değerlenmiştir. Dış ticarete gelir sağlamak bakımından önem veriliyor olabilir, ancak dış ticaretin gelişmesinin şartları yoktur. Ekonomi politikası iç talep eksenindedir. Aşırı değerlenmiş ulusal para, dış ticarete karşılaştırmalı üstünlüğün yitirilmesi ve dış ticaret açığı şeklinde kendisini gösterir. Bu yüzden en azından yüksek kurun olumsuz etkilerinin ticaretten sağlanacak fayda ile telafi edilemeyeceği düşünülmektedir.

⁷Enflasyon vergisi konusu 2.2'de ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

Ulusal paranın değerinin korunması dış borç yükünü ağırlaşmaması amacıyla tercih edilir. İkinci bir neden enflasyon vergisi toplayabilmek için parasal tabana talebin korunmasını sağlamak olabilir, ki bu da genelde dolaylı olarak kamu harcamalarının finansmanı amacına hizmet eder. Dolayısıyla enflasyon vergisi toplarken amaç, kamu borçlarını topluma finanse ettirebilmek (ve bunun için para ikâmesini engellemek) şeklinde ortaya çıkarken ikinci aşamada amaç varolan borç yükünün artmamasıdır.

Kısacası, faiz haddinin düşük tutulmak istenmesinin temel nedeni iç borçlanma maliyetini düşürmek ve öncelikli sektörlerle kaynak aktarmak, döviz kurunun düşük tutulmak istenmesinin nedeni dış borç maliyetini düşürmek ve taban paranın talep edilmesini sağlayarak kamu harcamalarını parasallaştırabilmektir. Bu yüzden, baskılanmanın en önemli nedeni iç ve dış borç yükünün varlığı olarak ifade edilebileceği gibi, borç yükünün varlığının baskılanmış bir ekonominin en belirgin özelliklerinden olduğu da söylenebilir.

2.2 Senyoraj geliri ve enflasyon vergisi

Devletin para basımı ile elde ettiği kaynağa senyoraj denir. Senyoraja başvuranın nedenleri kamu kesimi finansman açığını finanse etmek ya da tercih edilen sektörlerle kaynak sağlamak olabilir. Bunun dışında büyüme de parasal tabana olan talebi artırır.

$$s = \mu \cdot m \quad (1)$$

Denklemden s senyoraj geliri, μ para basım oranı, m parasal tabanın GSMH'ye oranıdır (Cottani ve Cavallo, 1993, s. 41). Söz konusu ifade parasal tabanın GSMH'ye oranla değişimini ifade eder.

$$\mu = \Delta MB / MB \quad (MB : \text{parasal taban}, \Delta MB : \text{Parasal tabandaki değişim})$$

$$m = MB / \text{GSMH}$$

$$\Rightarrow \mu \cdot m = \Delta MB / MB \cdot MB / \text{GSMH} = \Delta MB / \text{GSMH}$$

Senyoraj geliri, bireylerin basılan parayı absorbe etmeye istekli olmaları sayesinde elde edilebilir. Bu da iki nedenle olabilir; ya milli gelirde meydana gelen

artış para talebini artırmıştır ya da enflasyon kaybını gidermek, gelir kaybına uğramamak için talep edilir.

Tanıma göre, senyoraj gelirini başka bir şekilde ifade edersek, uzun dönemde ;

$$s = (g + \pi) m \quad (2)$$

Denklemden, g büyüme oranı, π enflasyon oranıdır. $(g + \pi)$, parasal tabandaki değişmeye eşit olmalıdır.

$$\mu \cdot m = (g + \pi) m \Rightarrow \mu = (g + \pi)$$

Büyüme sıfır olarak gerçekleşirse, uzun dönemde parasal taban artış oranı enflasyon oranına eşit olur. $s = (g + \pi) m$ denkleminde πm enflasyon vergisidir. Büyümenin sıfır olduğu durumda senyoraj geliri enflasyon vergisine eşit olur. Enflasyon vergisi, büyümeden kaynaklanmayan nedenlerle toplanan senyoraj geliridir.

Senyoraj geliri sadece para basılarak değil, kamu borçlarına sıfır ya da negatif faiz vererek de toplanabilir. Çünkü tahvil tutan bireylere enflasyonun altında getiri sunulduğunda enflasyonla vergilendirilmiş olurlar. Senyoraj geliri toplama isteği ile finansal baskılanmanın ilgisi burada ortaya çıkar. Faiz hadleri baskılanmalıdır ki, kamu borçları düşük maliyetli olarak finanse edilebilsin. Yine devletin kaynak alabileceği ya da kaynak dağılımı etkileyebileceği piyasaların -örneğin bankacılık kesiminin - faaliyeti teşvik edilip diğerleri baskılanmalıdır, çünkü ancak denetlenebilen piyasalarda kaynak aktarma mekanizmaları yaratmak mümkündür.

Senyoraj geliri elde etme, yani kamu açıklarının parasallaştırılması ile finansal liberalizasyon arasında çelişki vardır.

Para basılarak senyoraj geliri elde edildiğini düşünürsek, para arzındaki artışın enflasyona yolaçması durumunda (yani artık basılan paranın absorbe edilmediği durumda) nominal faiz hadleri artacaktır. Firmalar büyük ölçüde banka kredisi kullanıyorsa borçlunun borcunu ödeyememe olasılığının çoğalması ve uzun vadede enflasyonun borçlunun lehine çalışması sonucu bankaların da bunalıma girmesi beklenir. Borçlanmanın maliyetinin yükselmesi nedeniyle eğer firmalar özkaynaklarını kullanmayı tercih ediyorsa bu kez bankalarda plasman sıkıntısı olması beklenir.

İkinci olarak, para basımı nedeniyle ortaya çıkacak enflasyonist etki, değer aşınmasından dolayı paraya talebinin azalmasına neden olur. Zaten bu durumda

senyoraj tabanı da daralır. Öte yandan sermaye hesabı serbestleştirilmişse, bireyler, enflasyona karşı servetlerindeki erimeye engel olmak için ulusal para yerine efektif ⁸ ve dövizle birimlendirilmiş aktifler ikâme edebilirler. Portföy getirisini korumak gibi rasyonel bir temele dayanan bu durum zamanla tamamen psikolojik bir olgu haline gelebilir (Üçer, 1994, s. 58). Bundan sonra ulusal paranın talep edilmesini sağlamak ve para ikâmesini tersine çevirmek çok güçtür.

Faiz hadleri serbest olduğu zaman kamu borçlanmasının maliyeti artacaktır. Çünkü bu durumda kamu borçları sıfır faiz ile finanse edilemez. Bireylerin daha fazla getiri elde edebilecekleri varlıkları tutmaya yönelmeleri doğaldır. Alternatif finansal varlıklara kaçış olmaması için devlet tahvillerinin getirisinin en az piyasa faiz haddine eşit olması, hatta büyük ölçüde kaynak toplama zorunluluğu varsa, teşvik etmesi bakımından ondan yüksek olması gerekir. Bu yüzden faiz hadleri serbest olan ekonomilerde, kamu kesimi finansman açığının büyük oranlara ulaşmasına engel olunmalıdır. Kamu kesimi finansman açığının (KKFA) olduğu durumda da faiz haddi serbest bırakılmışken KKFA'nın borçlanma ile gidermeye çalışılması faiz yükü nedeniyle açığı artırıcı etki yapabilir.

⁸ Yabancı para birimi anlamında kullanılmaktadır.

3. FİNANSAL LİBERALİZASYON

Finansal liberalizasyon, borç-alacak ilişkilerine girme ve varlık tutmakta varolan fiyat ve miktar kısıtlamalarının esnekleştirilmesi ya da kaldırılmasıdır. Daha önemlisi, bunun ticaretin gereklerine dayanmak zorunda olmamasıdır. İç finansal liberalizasyon, bu esnekliğin yerleşiklerin yerleşiklerle olan ilişkilerinde geçerli olması demektir. Dış finansal liberalizasyon ise yerleşik-yerleşik ya da yerleşik-yerleşik olmayan ilişkilerinde yabancı para ile birimlendirilmiş aktifler için geçerliliği anlamına gelir.⁹

Liberalizasyon deneyimlerinde genel olarak teoride önerilen sıralama izlenerek önce iç piyasa, sonra sermaye hareketleri serbestleştirilir. Ödemeler dengesi açısından bakıldığında ise serbestleştirilen önce cari işlemler hesabı sonra sermaye hesabıdır.

Çeşitli ülkelerde finansal liberalizasyon, enflasyonun kronikleştiği, büyümenin tıkanıp ve sermaye kaçışının giderek hız kazandığı bir ortamda uygulamaya konmuştur. Liberalizasyon sayesinde yurtiçi ekonomide kaynak mobilizasyonunu sağlamak, tasarrufları ve büyümeyi artırmak, dış dünyadan kaynak aktarabilmek (ya da en iyimser bakışla sermaye kaçışını engellemek) ve yüksek düzeydeki enflasyonu düşürmek amaçlanır.¹⁰

Aynı deneyimi paylaşan ülkeler arasında Latin Amerika ülkeleri kötü örnek teşkil ederken Güney Kore ve Taiwan gibi uzakdoğu ülkeleri ise başarılı bulunur. Latin Amerika ülkelerinde aşırı değerlenen ulusal para yoğun kısa vadeli sermaye girişini getirir. Sıcak para girişi enflasyonun kontrolden çıkması ile sonuçlanır.¹¹

3.1. İç Finansal Liberalizasyon

İç finansal liberalizasyon, yerleşiklerin yine yerleşiklerle borç-alacak ilişkilerine girme ve varlık tutmakta varolan fiyat ve miktar kısıtlamalarının esnekleştirilmesi ya da kaldırılması anlamına gelir. Genel olarak yurtiçi faiz haddi

⁹Tanımda belirtilen kavramlardan, yerleşikler, yurtiçinde ikametgâh sahibi gerçek ve tüzel kişiler, yurtiçinde faaliyet gösteren yabancı sermayeli şirketler ve yurtdışında çalışan işçilerdir. Yerleşik olmayanlar ise bu tanım kapsamı dışında kalanlardır.

¹⁰Bunu sağlamak için uygulanan politika Stanford Okulu' nun teorik yaklaşımına dayanır. Heride söz konusu yaklaşım ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

¹¹ Bu çalışmada ayrıntılı bir vakıa çalışmasına girilmeyecektir.

üzerindeki tavanın kaldırılmasına işaret eder. Bununla birlikte munzam karşılık oranının düşürülmesi, bankacılık sistemine yeni bankaların girişinin kolaylaştırılması, rekabetin sağlanmaya çalışılması, sermaye piyasasının gelişiminin teşvik edilmesi, gerekli kurumsal yapıların oluşturulması, finansal aktif çeşitliliğinin teşvik edilmesi, finansal piyasalarda bilgi akışının etkin olması yönünde çalışılması, öncelikli sektörlerle sunulan selektif kredilerin kaldırılarak piyasaların kaynak bölüşümünü sağlamasını hedeflemek gibi niceliksel ve niteliksel düzenlemeler de iç finansal liberalizasyonun kapsamındadır.

Finansal liberalizasyonu savunan görüş, McKinnon-Shaw hipotezidir. Liberalizasyon olgusuna eleştirel yaklaşan görüşler ise Neo-Keynesyenler ve Yeni-yapısalcılar olarak sınıflandırılabilir.

3.1.1 McKinnon - Shaw Hipotezi

Finansal liberalizasyonun büyüme için gerekliliğini önesüren yaygın görüş, Stanford Okulu ya da McKinnon-Shaw hipotezi olarak bilinir ve "*finansal baskı*" kuramına dayanır.

Finansal baskı kuramına göre; finansal piyasalar- reel kesim ilişkisinde finansal piyasalar edilgen değildir. Reel kesim finansal piyasaları (yani para ve sermaye piyasalarını) etkilediği gibi finansal piyasaların da reel kesim üzerinde etkileri vardır. Para, sadece bir araç değildir (Shaw, 1973, s. 60). Bu nedenle finans kesiminin reformu önemlidir. Ekonominin baskılanması, -yani para ve sermaye piyasalarında fiyatların serbestçe belirlenmesine izin verilmemesi- büyümenin önünde engeldir. Oysa finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki vardır. Bu sonuca ulaşırken, Stanford Okulu teorisyenlerinden McKinnon ve Shaw' un¹² kurdukları modeller ve öngörülleri farklıdır. Ancak iki görüş aslında birbirini tamamlar.

McKinnon ve Shaw yaklaşımlarında, özel kesimdeki ekonomik ajanlar özel sektör adı altında toplanır (Akyüz, 1991, s.2). Hanehalkları ve firmalar şeklinde bir ayrıma gidilmez. Dolayısıyla bölüşüm ile ilgili sorunlar da sözkonusu değildir.¹³ Bu

¹² Finansal baskı kuramı iktisatçılar arasında canlı bir tartışma konusudur. Bu kuramı destekleyen ve reddeden pekçok iktisatçı bulunmaktadır. Ancak çalışmamızda esas olarak McKinnon ve Shaw' un görüşleri incelenecektir.

¹³ Gerçi Shaw liberalizasyonun bölüşüme etkilerinden bahseder, fakat bu , Keynesyenlerin ya da yapısalcıların aldığı anlamda sınıf çelişkisine dayanan bir bölüşüm sorunu değildir. Örneğin, liberalizasyon sonrası kotalar ve selektif kredilerden kazanç sağlayan kesimin rantının düşürülmesi anlamında (bknz. Shaw, 1973, s.11) ya da maliyeti artan sermaye yerine emeğin ikame edilmesi

her iki modelin ortak özelliğidir. Fakat kullandıkları para talebi fonksiyonları ve liberalizasyonun işlerlik getireceğini öngördükleri mekanizmalar farklıdır.

McKinnon' a göre; faiz haddine tavan belirlenmesine son verildiğinde (faizler serbest olarak belirlendiğinde) bireylerin tasarruf yapma güdüsü artar, bunun sonucunda da toplam tasarruflar artar. Artan tasarrufların yatırıma yönelmesi yatırım artışını getirir ve büyüme sağlanır. Liberalizasyondan beklenen fayda bu şekilde işlerlik kazanır.

İki tip mal vardır; para ile altın (ya da enflasyonun olumsuz etkilerini gidermek amacıyla elde tutulan herhangi bir başka mal). Bu yüzden alternatif finansal varlıkların getirisi gibi bir kavram sözkonusu olamaz. Tasarrufların mevduat olarak değerlendirilmesi herhangi bir verimli yatırımı engellemeyecektir. Faiz haddinin artması sonucu, bireylerin gelecek dönemdeki gelirlerini artırmak isteğiyle tüketimden vazgeçmeleri ve tasarrufların artması beklenir. Tasarrufların bileşiminin banka mevduatları lehine değişmesi ise sadece para ve altın gibi iki tip malın varolduğu bir ekonomide görece olarak etkin ve tercih edilir bir durum olduğu düşünülebilir.

Para talebi, GSMH' ın (Y) , gayrisafi yatırımların GSMH içindeki oranının (I/Y) ve reel mevduat faiz haddinin (nominal mevduat faiz haddi (d), beklenen enflasyon oranı (π^e) olmak üzere) bir fonksiyonudur (Fry, 1988, s. 21).

$$M/P = f(Y, I/Y, d-\pi^e)^{14} \quad (3)$$

Yatırımlar ise fiziki sermayenin ortalama getirisine (r_t) ve reel mevduat faiz haddine bağlıdır. Reel mevduat faiz haddi hem yatırım oranını hem de para talebini etkilemektedir.

$$I/Y = f(r_t, d-\pi^e) \quad (4)$$

McKinnon, para talebi ve yatırım talebi arasında " tamamlayıcılık ilişkisi " olduğunu ileri sürer. Neoklasiklerin ve Keynes' in belirtilen değişkenler arasında

halinde üretim faktörlerinin fiyatlarının yaklaşması anlamında (bknz. a.g.e., s. 77) eşitlenme sözkonusudur

¹⁴ McKinnon modelini açıklarken kullanılan denklemler (Fry, 1988, s.21) 'den aynı notasyon kullanılarak alınmıştır.

"ikame ilişkisi" olduğu, dolayısıyla bireylerin tercihlerini elde para tutmaktan yana kullanmalarının yatırımlar üzerinde olumsuz etkisi olacağı öngörülerini eleştirir¹⁵ (Fry, 1988, ss.3-27). Para sermaye ile fiziki sermaye arasında tamamlayıcılık ilişkisi bulunduğunu, likidite tercihinin sonraki zaman dilimlerindeki yatırımların kaynağını oluşturacağını savunur.

Tamamlayıcılık ilişkisi (3) ve (4) no.lu denklemlerde;

$$[\delta(M/P) / \delta(I/Y)] > 0 \text{ ve}$$

$$[\delta(I/Y) / \delta(d - \pi^e)] > 0, \text{ olmasını gerektirir.}$$

Para talebi yatırım talebi arttığında, yatırım talebi ise reel mevduat faiz haddi arttığında artar.

Yatırımlar bölünemez. Yatırım projeleri bir zaman diliminde elde edilen kaynakla finanse edilemediğinden para -sermaye çoğaltılarak bir sonraki zaman diliminde yatırım yapılmalıdır. Borçlanamayan yatırımcı, yatırım için gerekli kaynağı kendisi sağlar.¹⁶ Yatırım talebi tasarruflarından yüksek olan bireyler, faiz geliri elde edebildikleri durumda para sermayelerini çoğaltmak ve bir sonraki dönemde yatırım yapabilmek için likidite tutmak istemezler. Bu dönemdeki harcamalarından gelecek dönem yapabilecekleri harcama yararına vazgeçerler.

Tamamlayıcılık ilişkisi, McKinnon'ın modelinde dışsal parayı (*outside money*) kullanmasından kaynaklanır. Dışsal para, kamu otoritesinin ve bankalar gibi para yaratan diğer kurumların borcudur ve özel sektörün net servetini değiştirir. Özel sektör içinde borçluluk ilişkisi yoktur. Finansal aracılık da sözkonusu değildir doğal olarak.¹⁷ Çünkü dışsal paranın varlığı finansal aracılık kavramını dışlar. Dışsal paranın kullanıldığı modellerde, bireyler harcamalarında kendi servetleri ile kısıtlanır. Borçlanma olanakları yoktur. Bu yüzden dışsal paranın kullanılması tamamlayıcılık ilişkisini gerektirir.

Faiz haddi artışı ile tasarruf artışı arasındaki aynı yöndeki ilişki iki yönden kurulur. Birincisi tamamlayıcılık ilişkisi ve dışsal paranın varlığıdır. İkinci neden,

¹⁵Stanford Okulu teorisyenleri liberal iktisatçılardır. Ancak neoklasik modelin varsayımlarından farklı varsayımları da vardır.

¹⁶Yatırımcının borçlanamaması, modelde dışsal paranın kullanılmasının bir sonucudur. Bundan daha ayrıntılı bahsedilecektir.

¹⁷McKinnon modeli bu yönüyle Shaw' un yaklaşımından farklıdır.

yatırım yapma niyetinde olmayan tasarrufçuların gelecek dönem gelir ve harcamalarını artırmayı tercih ederek, faiz geliri karşılığı bugünkü harcamalarından vazgeçmeleridir.¹⁸ Bu tasarruflar da bankada tutulduğundan yatırımcılara kredi olarak arz edilir.

İkinci etkinin geçerli olması, yani tasarruf artışında faiz haddinin artmasının ne kadar etkili olduğu sorusu, öncelikle tasarrufların faiz esnekliğinin yüksek olup olmamasına bağlıdır. McKinnon-Shaw hipotezine göre bu esneklik yüksektir.

Basit olarak, fiyat düzeyi veri alındığında ve beklentiler gözardı edildiğinde, tasarruf (S), gelir (Y) ve faiz haddinin (r) bir fonksiyonu olarak alınabilir.

$$S = s_r \cdot r + s_y \cdot Y \quad (5)$$

Faiz haddindeki değişmelerin tasarruf üzerinde etkisi s_r ile belirlenir.¹⁹ Faiz haddinin tasarruf hacmini aynı yönde etkilemesi için;

$\delta S / \delta r > 0$, olmalıdır.²⁰

Faizin tasarruflar üzerindeki etkisi, gelir ve ikâme etkilerine verilen görece öneme bağlıdır. Tanımsal olarak, tasarruf gelirin tüketilmeyen bölümü olduğuna göre faiz haddinin değişmesinin tasarruf ve tüketim arasındaki dağılımı etkilemesi olasıdır. İkâme etkisi, tasarrufun artması şeklinde kendini gösterir. Çünkü bugünkü tüketimden vazgeçerek -fiyatlar genel düzeyi sabit kabul edilmek koşuluyla- gelecek zaman dilimindeki gelirini yükseltme ve daha fazla tüketme olanağı vardır. Gelir etkisi ters yöndedir. Gelecekteki geliri artacak birey, bugün daha çok tüketmek şeklinde tavır alabilir. Faiz haddindeki değişimin tasarruflar üzerindeki etkisi bu iki zıt etkiye bağlıdır (Parasız, 1989, ss.83-84; Önder vd., 1993, s. 162; Akyüz, 1988, s.25).

Stanford okulu teorisyenleri tasarrufların artacağını savunduklarından ikâme etkisinin gelir etkisine göre kuvvetli olduğu varsayımında bulunduklarını

¹⁸Tasarruf eden-yatırım yapan şeklinde bir ayrım sözkonusu değildir. Yatırımcılar aynı zamanda tasarrufçulardır.

¹⁹Gelirin etkisi, s_y ile belirlenir.

²⁰Tasarrufun faiz esnekliğine önem atfetmeyen iktisatçılar ise tasarrufun gelir esnekliğinin daha yüksek olduğunu savunurlar.

anlaşılır. Çünkü gelir etkisinin daha kuvvetli olduğunun varsayılması, faiz haddindeki bir artışın tasarruflar üzerinde dikkate değer bir etkisi olmayacağı sonucunu verir.

Faiz haddi üzerindeki kısıtlamanın kaldırılması gerekliliğine McKinnon tek istisna getirir. O da ekonomide finansal dengesizlik olması, ekonomik ahlâkın yıpranmış ve gelişmekte olan ülkelerdeki gibi kurumsallaşmanın tamamlanmamış olmasıdır. McKinnon, eğer ekonomide belirtilen nedenlerden kaynaklanan bir istikrarsızlık varsa finansal liberalizasyonun istikrarsızlığın artmasına neden olacağını belirtir. Bu durumda faiz haddine tavan belirlenmelidir (Cottani ve Cavallo, s. 53).

Shaw, liberalizasyonun yararını finansal aracılığın yoğunlaşması ve finansal derinleşmenin sağlanmasına bağlar. Finansal piyasalardaki derinleşme, tasarrufları verimli alanlara yöneltir, etkinlik için rekabet eden yatırımlar arasında bölüştürür (Shaw, 1973, s.10).

Faiz haddi arttığı zaman ekonomik ajanların tasarruf eğilimleri artacak, likidite tercihleri ise azalacaktır. Finansal araçlarda toplanan tasarruflar kredi arzının artmasını, yatırımların artmasını ve yatırımların niteliksel olarak iyileşmesini sağlar. Tasarrufların sistem içinde değerlendirilmeye yönelmesiyle birlikte finansal araçlarda çeşitlilik artar, finansal aracılık yoğunlaşır ve finansal derinleşme hız kazanır.²¹

Finansal derinleşmenin çeşitli göstergeleri vardır. Herşeyden önce finansal derinleşme ile birlikte finansal fiyatlardaki bozulma giderildiği için ekonomide likidite artar. Finansal varlıkların vade yapısı daha uzun dönemli olur ve daha çok birey borçlanma imkanı bulur. Finansal varlıklarda çeşitlenme görülür. Finans piyasaları sığ olduğu zaman devlet bütçesine ve dış yardıma başvurma daha yaygın iken, derinleşme sonrası, finansal akımlar ekonominin gereksinimlerine yanıt verebilir duruma gelir. Tüm bunların yanı sıra, faiz hadleri yüksektir, ancak mevduat ve kredi faiz hadleri arasındaki fark rekabet sayesinde azalır.

Finansal liberalizasyon sonrası, hem özel sektörün hem de kamu kesiminin tasarrufları artar.²² Özel kesim tasarruflarının artması, yüksek faiz haddinin bireyleri

²¹Finansal derinleşme, ekonomide kaydi paranın oranının artması anlamına gelir. Bazı yazarlar derinleşme ölçütü olarak M2/GSYİH oranını alırken, bazıları M3/GSYİH oranını almanın daha uygun olacağını öne sürmektedirler. Çünkü tasarruflar her zaman bankacılık sistemine yönelmeyebilir. bkz. Dornbusch ve Reynoso, 1993, s.70.

²²Tasarruf artışının bir bölümü geçicidir. Bu durum enflasyonist ortamda eriyen serveti yerine koymak için geçici olarak hız kazanan servet talebinden kaynaklanır, bkz. Shaw, 1973, s.72.

bugünkü tüketimlerinden vazgeçmeye ikna etmesinden kaynaklanır.²³ Baskılanmış ekonomide, büyük oranda enflasyon vergisine dayanan vergi geliri ve kamu girişimlerinin kârları enflasyon nedeniyle erir (Shaw, 1973, ss.7-9). Liberalizasyon sonrası, enflasyon oranı azaldığı için kamu tasarrufları da artar.

Tasarrufları artışının yanısıra, faiz haddi yüksek tutulduğu için sermaye kaçıışı engellenir. Ayrıca yurtdışı sermaye piyasalarının sağladığı imkanlardan daha fazla faydalandığı için dış yardıma başvuru azalır (Shaw, 1973, s. 10).

Shaw, analizinde içsel parayı (*inside money*) kullanır. İçsel para özel sektörün net servetini değiştirmez. Çünkü özel sektör ekonomik ajanları arasında borç-alacak ilişkisi vardır. Birinin borcu diğerinin alacağıdır. Borçlar ve alacaklar birbiriyle denkleştiği için net servette bir değişiklik olmaz.

Shaw' a göre; para talebi, reel GSMH' a, paranın reel fırsat maliyetine (v) ve reel mevduat faiz haddine bağlıdır (Fry, 1988, s.22).

$$M/P = f(Y, v, d - \pi^e) \quad (6)$$

İçsel paranın kullanılması sonucu, firmaların yatırım talebi kendi özkaynakları ile kısıtlanmaz. Yatırımlarını borçlanarak finanse edebilirler. Yatırımlarının hacmi kredi taleplerinin karşılanıp karşılanmaması ve tasarrufların yeterliliği ile kısıtlıdır. Faiz haddinin piyasa güçlerince belirlenmesiyle ekonomide finansal aracılığın, dolayısıyla verimliliğin artacağına işaret eder.

McKinnon ve Shaw modelleri klasik bir anlayışa dayanır; yatırımların tasarruflar tarafından belirlendiği varsayımına (Gibson ve Tsakalotos, 1994, s.587). Ayrıca azgelişmiş ülkelerin gelişmiş ülkelere göre farklı yapıları olduğunu önesürmelerine rağmen piyasaların işleyişini yine piyasalara bırakarak aksaklıkların giderilebileceğini belirtirler. Belirtilen yaklaşımlar Neo-Keynesyenler ve Yeni-yapısalcılar tarafından eleştirilir²⁴.

²³ Shaw, azgelişmiş ülkelerde faiz artışının tasarrufları ikame etkisinin baskın olması sayesinde artıracığını, bunun da söz konusu ülkelerde liberalizasyon sonrası faiz haddinin gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında çok yüksek oranda artmasından kaynaklandığını belirtir, bkz. Shaw, 1973, s.73.

²⁴ Bknz. Bölüm 3.1.2.

3.1.2 Neo-Keynesyenler

Neo-Keynesyenler McKinnon-Shaw hipotezini makroekonomik ve mikroekonomik düzlemde eleştirirler.

Makroekonomik düzlemde, ilk eleştiri piyasaların -kendi işleyişine bırakıldığında- McKinnon ve Shaw' un önesördükleri gibi dengeye gelmesinin kesin olmadığı anlayışı ile ifade edilir. McKinnon-Shaw yaklaşımına göre, oluşan fiyatlar denge fiyatlarıdır. Arz ve talep fazlaları temizlenir. Keynesyen yaklaşıma göre ise; Faiz haddindeki değişimler tasarruf ve yatırımı dengelemek zorunda değildir, çünkü faiz haddi para piyasasında belirlenir. Ayrıca yatırım yapılmasının da en önemli nedeni faiz haddi değil gelecek dönem talebi hakkındaki beklentiler ve içgüdülerdir (*animal spirits*) (Gibson ve Tsakalotos, 1994, s.603-604).

İkinci olarak, büyümenin tasarruf artışı ile sağlanamayacağını savunurlar. Keynesyen yaklaşımın çekirdeği efektif talep anlayışıdır.²⁵ Büyümeyi efektif talep artışı sağlar. Tasarruf artışı efektif talebi azalması ile sonuçlandığı için durgunluğa neden olur (Gibson ve Tsakalotos, 1994, s.607). Tasarruflar yatırım artışını sağlamaz, aksine yatırım isteğinin olması tasarruf etme isteğini kamçılar.

Tasarrufların faiz haddine değil gelire duyarlı olduğunu (Akyüz, 1988, s. 35) savunurlar. Bu yüzden faiz haddinin artması ile tasarrufu yükseltmek mümkün değildir. Faiz haddi ancak tasarrufların nereye yöneleceğini belirler. Finansal baskı kuramında belirtildiği şekilde, bankalardaki mevduatların artması tasarrufların artmasına değil, görece yüksek getiri sunulması nedeniyle, ancak varolan tasarrufların bankacılık sistemine yönelmesi anlamına gelir. Tasarrufların kurumsallaşmamış piyasadan bankalara yönelmesinin stagflasyona neden olacağı savunulur, çünkü bankacılık sisteminde mevduat munzam karşılıkları gibi araçlarla sistemden para çekilir ve kredi arzı daralır.²⁶ Mevduat artışı birebir kredi arzı artışına dönüşmez.

Neo-Keynesyen modellerde -yapısalcı modellerdeki gibi- ekonomideki yapılar önemlidir. Bu, ekonomik politikaya bazı kısıtlar getirir. Piyasa, denge fiyatını etkileyemeyecek atomize birimlerden oluşmaz. Piyasada oluşan fiyatlar kurumlarca

²⁵ Efektif talep, satınalma gücü ile desteklenir.

²⁶ Kurumsallaşmamış piyasalar, yapısalcıların formel modellerinde yer alır. Bir sonraki bölümde ayrıntılı değinileceğinden burada bu kadar bahsetmekle yetinilecektir.

etkilenir. Bu yüzden müzayedeci yaklaşımına benimsemezler ve piyasanın kendi dengesini bulmasının mümkün olmadığını, müdahale gerektiğini belirtirler.

İki görüş de kesimler arası gelir bölüşümüne önem verirler. Kesimler arası gelir bölüşümü ekonominin dengesini etkiler. Tasarrufların artıp artmaması faiz gelirini hangi kesimin elde ettiği ile ilgilidir.²⁷ Tasarruf artışını sadece gelir artışı değil gelir bölüşümü de etkiler.

Makroekonomik eleştirilerin yanısıra, mikroekonomik düzlemde getirilen eleştiriler vardır.²⁸ Keynesyenlere göre, finansal piyasalar mükemmel değildir. Rekabetçi dahi olsalar da sözkonusu piyasaların yapısal özelliklerinden dolayı tayınlanma olacaktır.

Finansal baskı kuramında, ekonomide yatırımların artmasının tasarrufların yatırıma yönlendirilmesi dışında diğer bir nedeni, finansal liberalizasyon ile birlikte kredilerde tayınlanma olmamasıdır. Faiz piyasa koşullarında belirleneceği düzeyin altında belirlendiği zaman fon talebi tayınlanır. Çünkü varolan kredi arzının kredi talebini karşılaması mümkün değildir. Düşük faiz haddinde firmalar yatırım projelerinin getirisi ile kısıtlanmazlar. Getirisi düşük olan projeler de kredi faiz ödemesini karşılayabildikleri sürece kredi kullanabilirler, ancak burada daha önce de belirtildiği gibi, subjektif kıstaslar geçerli olur.

Bu aşamada sorun, bankacılık sistemine girdiği varsayılan tasarrufun kullanılmasında kısıtlanma olup olmaması, yani tasarrufların yatırıma dönüşme oranıdır. Bu konuda, piyasalar rekabetçi de olsa tayınlanmanın olacağı eleştirisi getirilir. Çünkü kredi piyasasının diğer piyasalardan farklı olduğu, kusurlar içerdiği önesürülür.

Finansal piyasalar, örgütlenme bakımından piyasa-merkezli ve bankacılık sistemi-merkezli olmak üzere ikiye ayrılır. A.B.D. ve Avrupa ülkelerinin hemen hepsi, bu arada Türkiye de piyasa-merkezli sisteme sahiptir. Almanya ve Japonya ise bankacılık sistemi merkezlidir (Akyüz, 1988, s. 42). Piyasa-merkezli yapıda firmalar kesimi ile finans kesimi iki ayrı taraftır ve aralarında organik bağlantı

²⁷Örneğin; Akyüz modelinde özel kesimi, firmalar, işçiler ve rantiyerler olmak üzere ikiye ayırır (Akyüz, 1991, s.2) ve tasarruf artışının gelir bölüşümü ile yakından ilgili olduğunu önesürer. Sonuç olarak da faiz geliri elde eden rantiyerler tüketimlerini artırdıkları için toplam tasarrufların artmasının olanaklı olmadığını savunur.

²⁸Aslında makro-mikro eleştiriler ayrımı sınıflandırma amacıyla konmaktadır. Yoksa mikro eleştiri diye bahsedilen, -tasarrufların faiz haddi artışı sonucu arttığı kabul edilirse - artan tasarrufların kredi arzına ve yatırıma dönüşmesi sorunudur ve doğal olarak makro eleştirilere de konu olan sürecin bir halkasıdır.

yoktur. ²⁹ Banka-merkezli piyasada kastedilen organik bağ, borç veren bankanın borçlu şirketin gerçek potansiyelinden haberdar olması, hatta yönetim kurulunda temsilci bulundurarak projenin gelişimini izlemesi olanağıdır. Böylece bilgilenmede kredi sunan ve talep eden arasındaki asimetri giderilir.

Tayınlamanın başlıca nedeni, bilgi eksikliği ve kâr-zarar paylaşımında simetri olmamasıdır (Cottani ve Cavallo, 1993, ss. 49-52). Borç veren ve borçlu arasında mükemmel ve simetrik bilgi akışı yoktur. Bu, borç verenin yatırımın getirisi konusunda yeterince bilgi sahibi olmamasından kaynaklanır ve finansal piyasalardaki temel sorunu oluşturur. Yatırımcının kârına ortak olamayan ancak zararı paylaşmak zorunda kalan bankalar, faiz haddi serbest dahi olsa piyasada fon arzı ve talebini eşitleyen orandan daha düşük bir faiz uygulayıp tayınlamaya gidebilirler.³⁰

Faiz haddi çok yükseldiği zaman, açılan kredilerin bankaya geri dönmeme olasılığı, dolayısıyla bankanın riski artar. Yüksek faiz hadlerinde kredi almak için riskli projeler yürüten yatırımcılar talip olduğu gibi (*adverse selection effect*), getirisi daha az, garantisi daha yüksek yatırımları tercih edecek yatırımcılar da yüksek kredi faizlerini karşılayabilmek için riskli ve getirisi yüksek yatırımlara yönelir (müşevvik etki-*incentive effect*). Belirtilen iki etki nedeniyle, kredi arzı faiz haddinin bir süre azalarak artan bir fonksiyonudur, fakat belli bir faiz haddinden sonra mutlak olarak azalır (Cottani ve Cavallo, s.52).

Piyasalarda tayınlanma olup olmaması sorunu bir yana, gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarındaki başlıca sorun kurumsal düzenlemelerin eksik olmasıdır. Faizler serbest bırakıldığı zaman finansal kurumlar arasında yüksek faizleri finanse edebilmek için kaynak sağlamada rekabet başlar ve getirisi yüksek, güvencesiz alanlarda yatırım yapmaya yönelirler. Yeterli denetimin yokluğu da buna zemin hazırlar. Gerekli denetim kurumları oluşturulmadığı sürece istikrarsızlık kaçınılmazdır.

Serbestleştirilmiş ekonomilerde yatırımın değil tüketici kredilerinin arttığı (Akyüz, 1988, s. 35) ve ekonomik büyümeyi sağlayan asıl faktörün makroekonomik istikrar olduğu da getirilen eleştiriler arasındadır (Dornbusch ve Reynoso, 1993, s.69)

²⁹ Ancak kastedilenin şirketlerin bankaları olması sanılmamalıdır.

³⁰ Y.Akyüz, bankacılık sistemi merkezli yapının bilgide simetri sağladığı için borçlanmanın maliyetini azaltabileceğini önerir, bkz. Akyüz, 1988, s.45

3.1.3 Yeni - Yapısalcılar

McKinnon-Shaw hipotezinin önermelerine karşı çıkan diğer grup yapısalcılardır. McKinnon-Shaw hipotezinden farklı varsayımları vardır. Bunlar arasında, özellikle finansal liberalizasyon ile ilgili olan çıkarsamalara varılması sonucunu getiren iki varsayım vardır;³¹ firmaların mark-up fiyatlandırma yapması ve gelişmekte olan ülkelerin hammadde, aramal ve sermaye malı ithal etme zorunlulukları (Fry, 1988, s. 87). Bu durumda faiz haddini yükselten daraltıcı para politikası ya da devalüasyon stagflasyon ile sonuçlanacaktır. Çünkü hem kredi talebi azalacak ve üretim düşecek hem de maliyetler yoluyla fiyatlar artacaktır.

Yapısalcı modeller Keynesyen özellikler taşır. Piyasaların mükemmel olmadığı ve ekonomik yapıların önemi paylaşılan yaklaşımlardır. Ancak yapısalcı görüş, kredi arzının etkilerini ve kurumsallaşmamış piyasanın yapısını ele alması bakımından Neo- Keynesyenler' den ayrılır (Gibson ve Tsakalatos, 1994, s. 609).

Yapısalcı modellerde bankacılık sistemi de kurumsallaşmamış ekonomi de etkindir. Ancak ekonomide geçerli faiz haddi kurumsallaşmamış yapıda oluşandır (Fry, 1988, s.88). Çünkü kredi arz ve talebini dengeler. Kurumsallaşmış yapıda mevduat artışı tam olarak kredi arzına dönüşmediği için oluşan faiz haddi piyasayı dengelemez. Yatırım talebi tayınlanır.

Yapısalcı modellerde para talebini belirleyen üç çeşit finansal varlık vardır; para ya da altın, banka mevduatı ve kurumsallaşmamış ekonomi borçları. Bu üçü arasında getirilerine göre portföy tercihi yapılır.³² Kurumsallaşmamış piyasa dengesini firmaların bankacılık kesimi tarafından karşılanandan arta kalan kredi talebi fazlasının kurumsallaşmamış piyasaya hanehalklarının fon arzı denkliği oluşturur (Fry, s. 90).

$$L_s^h = L_d^f - L_s^b \quad (7)$$

³¹ Belirtilenlerin dışında önemli varsayımları:

- Ücretlerin sınıf mücadelesi ile kurumsal ya da dışsal olarak belirlenmesi.
- Enflasyonun kapitalistler ve işçilerin görece pazarlık güçlerine göre belirlenmesi.
- Sadece kârdan tasarruf yapılması, ücretten tasarrufun söz konusu olmaması.

³² Van Wijnbergen modeli.

(L_s^h): Hanehalklarının kurumsallaşmamış piyasaya yaptıkları fon arzı,
 (L_d^f): Firmaların fon talebi, (L_s^b): Bankacılık kesiminin fon arzı.

Firmaların fon talebi reel ücret (w - *real product wage*) ve çıktı (y) düzeyine bağlıdır.

$$L_d^f = L(w, y) \quad (8)$$

Bankaların fon arzı, serbest rezerv talepleri (b), munzam karşılık oranı (q) ve vadeli mevduat miktarı (TD) ile belirlenir.

$$L_s^b = b \cdot q \cdot TD \quad (9)$$

Hanehalklarının kurumsallaşmamış piyasaya yaptıkları fon arzı ise enflasyonun (π), kurumsallaşmamış piyasa nominal faiz haddinin (i), vadeli mevduat reel faiz haddinin (r_{td}) ve çıktının (y) bir fonksiyonudur ve servetin (W) belli bir yüzdesini oluşturur.³³

$$L_s^h = f L(\pi, i, r_{td}, y) W \quad (10)$$

Yapısalcıların analizlerindeki en önemli unsur, kurumsallaşmamış piyasanın varlığı ve kurumsallaşmış piyasadan daha etkin olduğu varsayımdır. Kurumsallaşmamış piyasada, munzam karşılıkları alınması gibi araçlarla sistemden kaynak çekilmesi olmadığı için tasarrufların kredi arzına dönüşme oranı bire yakındır. Yani ödünç verilebilir fonlar tam olarak yatırıma dönüşür. Faiz haddinin artırılması, sermayenin maliyetini artırır. Gelişmekte olan ülkelerde firmaların özkaynakları yetersiz olduğundan borçluluk oranı yüksektir. Faiz haddindeki artış, fiyat düzeyinin yükselmesi ve üretim düşmesi sonucu stagfasyona neden olur. Ancak burada öngörülen mekanizmanın işleyişini belirtmek gerekir.

Firmalar, bankalar gibi kurumsallaşmış araçlardan olduğu kadar kurumsallaşmamış piyasadan da borçlanır. Faiz haddi yükseldiği zaman para ya da mal talebi azalabileceği gibi, tasarruflar kurumsallaşmamış yapıdan kurumsallaşmış

³³ Mal piyasası dengesini, kurumsallaşmamış piyasa reel faiz haddinin ve çıktı düzeyinin fonksiyonu olan basit bir Keynesyen çıktı denklemi belirler.

yapıya yönelebilir. Bankalarda toplanan mevduat için munzam karşılık vb. gibi sızıntılar sözkonusu olduğu için toplam kredi arzı azalır. İkinci aşamada mevduat faiz oranlarında artış tasarrufların yönünü kendisine çevirebilmek için kurumsallaşmamış yapıda da faiz artışına neden olur ve sermaye maliyetinin artması sonucu hem fiyat seviyesini artırır hem üretimi azaltır. Bu yüzden faiz haddinin serbest bırakılması ekonomide verimliliği sağlamayacaktır.

İkincisi; faiz haddi artması tasarrufların önemli miktarda artışı ile sonuçlanmaz, çünkü tasarrufların faiz esnekliği düşüktür. Ancak varolan tasarrufların bankacılık sistemine yönelmesi sözkonusu olabilir. Bu durumda da eğer tasarruflar para ya da mal talebinden çıkarak bankacılık sistemine giriyorsa kredi arzı artabilir, fakat kurumsallaşmamış ekonomiden kurumsallaşmış yapıya yönelme varsa kredi arzı daralır.

Hem McKinnon-Shaw hipotezine hem de yapısalci yaklaşıma göre gelişmekte olan ülkelerde firmaların borçluluk oranının yüksek olduğu gerçeği kabul edilir, ancak farklı sonuçlar türetilir. Yapısalcılar, yüksek faiz haddinin firmaların borçlanmasının maliyetini ağırlaştıracığını, yatırım kaynağının ağırlıklı olarak krediler olması nedeniyle maliyet enflasyonun yanısıra üretimde azalmaya neden olacağını, sonucun stagflasyon olacağını savunurlarken McKinnon-Shaw hipotezine göre sonuç, yatırımların hacminin, verimliliğinin artması ve büyümenin hız kazanmasıdır. Yani sermaye maliyetindeki artışın belirtilen olumlu gelişmelerle giderilebileceği düşünülmektedir. Ayrıca burada varlıkları gözardı edilse de, belirtilmesi gereken bir nokta ; faiz haddi artışının özellikle banka sistemine yönelen tasarrufun artmasına neden olması, mevduat faiz oranının alternatif yatırım araçlarınca sağlanan getiriden, gelişmekte olan ülkelerin baskılanmış finansal piyasalarında mali varlıklarda çeşitliliğin sağlanamadığı düşünülse de altın ve gayrimenkul gibi geleneksel yatırım araçlarının getirisinden yüksek olması gereğidir.

3.1.4 İç Finansal Liberalizasyon Sonrası

İç finansal liberalizasyon sonrası toplam tasarruflar artabilir, fakat artmayabilir de. Hanehalklarının tasarrufu banka sistemi dışında yada yastık altında olabilir. Dolayısıyla faiz haddi pozitif değerlerde seyrettiğinde sadece kurumsallaşmamış finansal örgütlenmelerden kurumsal yapıya yönelme olabilir. Ya da tasarruflarının getirisi enflasyonun altında belirlendiği için servet kaybına uğramamak için

tasarrufunu yurtdışında değerlendiren tasarrufçular fonlarını yurtiçine aktarmış olabilirler.

Yüksek enflasyon nedeniyle demonetize olan ekonominin yeniden parasallaşması (*monetization*) liberalizasyonun beklenen bir sonucudur. Liberalizasyon ile birlikte, gayrimenkul, altın gibi daha az likit varlıklara yatırılan fonların (bu varlıkların reel değerindeki artış alternatif yatırım araçlarının üzerinde olmadıkça) bankacılık sistemine kayması, sermaye piyasasının gelişmesine de önem verildiği takdirde sermaye piyasasına kayması beklenir. Yüksek enflasyon nedeniyle ekonomi bir takas ekonomisi görünümünü alır. Bunun gibi makroekonomik istikrarsızlık koşullarında, liberalizasyon ekonomi üzerinde belirleyici etkiye sahiptir.

İç finansal liberalizasyon sonrası, faiz para ve maliye politikaları ile dolaylı olarak etkilenebilecek bir değişken durumuna gelir. İç finansal liberalizasyon ile sadece faizlerin serbest bırakılması değil, bankacılık sisteminden kamu otoritesinin mevduat munzam karşılık oranı ve likidite oranı yoluyla çektiği kaynağın azalması ve alternatif finansal varlıkların çeşitlenmesinin teşvik edildiği düşünülürse, liberalizasyon sonrası ekonomide makroekonomik istikrara önem verilmesi gereği ortaya çıkar. Ekonomi ister serbestleştirilmiş olsun ister olmasın, makroekonomik istikrarın varlığı ve tutarlı politikalarla pekiştirilmesi önemlidir. Serbestleştirilmemiş ekonomide doğrudan müdahale araçlarının varlığının istikrarsızlığı belki daha keskin biçimde fakat daha kolay önleyebileceği düşünülebilir. Fakat liberalizasyon ertesi bunun kısa sürede sağlanması mümkün olmaz.

Yine liberalizasyon ile senyoraj toplanılması ve enflasyon vergisi salınması olanağı ortadan kalktığı için kamuya kaynak aktarılmasını kısıtlanır. Belirtilen politikaların birarada yürütülmesi maliyetli olacaktır. Bu yüzden liberalizasyon sonrası kamu dengelerine zorunlu olarak çekidüzen verilmesi gerekir.

Ekonomide kaynak sağlama mekanizmaları kilitlenmişse; yüksek enflasyon nedeniyle yatırım talebi düşmüş, dış ticaret olanakları tıkanmış, yüksek borçluluk düzeyi nedeniyle de dış borç bulma imkanı kalmamışsa ekonominin parasallaştırılması zorunluluğu vardır. Faiz haddi üzerindeki tavanın kaldırılması para arzını daralttığı için daraltıcı para politikasına alternatif bir politika olarak da önerilir. Fakat daha önce de belirtildiği gibi, kamunun süren bir kaynak gereksinimi varsa, kamu açığını artırma ve bunalımı ağırlaştırma şeklinde etkisi olur. Çünkü kaynak gereksinimi nedeni ile kamuya kaynak aktarılması, libere edilmiş ekonomide daha güçlü bir enflasyonist etkiye sahip olacaktır. Böylece ortadan kaldırılması amaçlanan sorunla yeniden ve bu kez politika değişkenlerinden birini

kaybetmiş olarak tekrar karşılaşılabacaktır. Liberalizasyon sonrası ekonominin kaynak gereksinimini minimize etmek ve bu konuda kararlı olmak gerekir.

3.2 Dış Finansal Liberalizasyon

Dış finansal liberalizasyon, yerleşik firmaların ve hanehalklarının kendi aralarında ya da yerleşik olmayanlarla ulusal para birimi ya da döviz cinsinden borç-alacak ilişkilerine girme ve varlık tutmaları konusundaki kısıtlamaların esnekleştirilmesi ya da tamamen kaldırılması (Altınkemer ve Ekinci, 1992, s. 1), yani ;

- Yerleşiklerin ticaretin finansmanı haricindeki nedenlerle de uluslararası piyasalarda serbestçe borçlanabilmeleri
- Yerleşiklerin ülke dışına sermaye ve finansal varlık çıkarabilmeleri, yerleşik olmayanların yurtdışında serbestçe borçlanabilmeleri ve varlık tutabilmeleri
- Yerleşikler arasında yabancı para cinsinden ilişkilere izin verilmesi, anlamına gelir.

Dış finansal liberalizasyon ulusal paraya konvertibilite tanınması demektir. Ulusal para başka bir ulusal paraya resmi makamların iznine gerek kalmadan dönüştürülebilir.

Dış finansal liberalizasyonun unsurlarından ilk ikisi sermaye hesabı liberalizasyonu başlığı altında ayrıntılı olarak ele alınacağından burada sadece yerleşikler arasında yabancı para cinsinden ilişkilere izin verilmesinden bahsedilecektir.

Yerleşiklerin yabancı para cinsinden işlem yapabilmeleri, döviz bulundurma, dövizle borç-alacak ilişkisine girmenin, varlık tutmanın ve bankalarda döviz mevduat hesabı açtırabilmenin serbest olması anlamına gelir.

Yerleşiklere dövizle işlem yapma konusunda belirtilen serbestliğin tanınması enflasyonun nedenlerinin ortadan kaldırılmasını gerekli kılar. Çünkü ulusal para birimi, enflasyon nedeniyle değer yitirir, ulusal paraya talep azalır. Ülke ekonomisi istikrarlı değilse (enflasyon yüksekse ve bu nedenle beklentiler gerçekleşmiyorsa- ya da beklentide bulunmanın olanağı kalmamışsa) yerleşikler arasında yapılan sözleşmelerin değerini, dolayısıyla bireylerin net servetinin değerini koruyan ve sürekli aşınmadan kaynaklanan işlem maliyeti yüklemeyen bir yabancı para (örneğin ABD doları) cinsinden yapılması kurumsallaşır. Ulusal para sırasıyla değer saklama, hesap birimi ve değişim aracı olma işlevlerini yitirir (Güçer, 1994, s. 57). Yerleşiklerin yabancı bir parayı ulusal paraya tercih etmeleri olgusuna para ikâmesi (yaygın kullanımıyla dolarizasyon) denir.

Enflasyondan kaynaklanan devalüasyon beklentisi döviz kurunu etkilediği gibi döviz kurundaki hareketler de enflasyonun nedenlerinden biri haline gelir. Aramal ithal etmek zorunda olan gelişmekte olan ülkeler için döviz kurunun yükselmesi maliyet kökenli enflasyon anlamına gelir. Çünkü aramal ithalatı üretim azalması ile sonuçlanacağı için durdurulamaz.

Dış finansal liberalizasyon, döviz kurunun beklentilerin etkisine girmesine neden olurken faiz politikasını döviz kuruna bağlar. Ülkeler döviz mevduat hesaplarına liberalizasyon sonrası sermaye kaçışına karşı tedbir olması amacıyla izin verirler, ancak para ikâmesine engel olamazlar (Önder vd., 1993, s. 117). Sermaye kaçışının önlenmesi ancak faizlerdeki artışın devalüasyon beklentisinin olumsuz etkisini gidermesi ile mümkün olur.

Dış liberalizasyon ile birlikte, iç liberalizasyon sonrası politika aracı olmaktan çıkan faiz haddine ek olarak döviz kuru da kontrol edilebilir bir değişken olmaktan çıkar. Bireyler, portföylerine uluslararası varlıkları da katarak portföylerinde çeşitlilik ve mobilite sağlarlar. Ekonominin temel göstergelerinde olumsuzluğa doğru bir gidiş ulusal paranın değer kaybetmesi beklentisini getirir. Bu beklentinin ağırlık kazanması sonucu ulusal paranın yabancı parayla ikâme edilmesi paranın değerindeki aşınmayı hızlandırarak para ikâmesinin hızlanmasına ve beklentilerin gerçekleşmesine neden olur.

3.3 Sermaye Hesabı Liberalizasyonu

Sermaye hareketleri özel mali sermaye akımları, dolaysız yabancı sermaye yatırımları ve kalkınma amaçlı resmi sermaye hareketleri olarak gruplandırılabilir (Seyidoğlu, 1990, s. 525). Resmi sermaye hareketleri konumuz liberalizasyon olduğundan, dolaysız yabancı sermaye akımları ise konuyu sınırlandırmak bakımından ele alınmayacaktır.

Sermaye hesabının serbestleştirilmesi, yerleşiklerin yabancılarla olan ilişkilerinde yabancı para cinsinden borç-alacak ilişkilerine girme ve varlık tutma konusundaki kısıtların yumuşatılması ya da kaldırılması olarak anlaşılmalıdır. Dış finansal serbesti ile birebir örtüşmeyip onun bir altbaşlığıdır (Altınkemer ve Ekinci, 1992, s. 1).

Sermaye hareketleri serbestleştirildiği zaman, yerleşikler uluslararası piyasalarda rahatlıkla borçlanabilir, ülke dışına sermaye ve finansal varlık

çıkarabilirken, yerleşik olmayanlar da aynı şekilde yurtiçinde serbestçe borçlanabilir, sermaye ve finansal varlık tutabilirler.

Alınan kredilerin geri ödenmesi, yabancıların ulusal bankalardaki mevduatlarını geri çekmeleri ve yabancıların elindeki ulusal tahvillere ödeme yapılması sermaye ihracına neden olurken tersi sermaye ithaline neden olur. Ancak yine kredilerin geri ödenmesi ve vadesi dolan menkul kıymetlere ödeme yapılması otonom nitelikte olmadığı için ele alınmayacaktır. Yabancıların ulusal bankalardaki mevduatlarını geri çekmeleri ise sermaye kaçıışı başlığı altında ele alınacaktır.

Kaynak yetersizliği içinde bulunan gelişmekte olan ülkeler , sermaye hareketlerini serbestleştirerek yurtiçine kaynak transfer etmek ve yatırım-tasarruf açığını bu şekilde finanse etmek istemişlerdir. Ancak deneyimler çoğu kez artan istikrarsızlık ile sonuçlanmıştır. Yurtiçi ekonomide istikrarı sağlamadan kısa vadeli sermaye girişlerini kalkınma için bir kaynakmış gibi düşünmek hatalı olur. Çünkü kısa dönemli sermaye hareketleri spekülasyon niteliktedir ve yurtiçine giren sermaye, ülkenin kredibilitesi azaldığında hızla ülke ekonomisi dışına çıkar.

Faiz haddinde ve beklentilerdeki değişimler kısa dönem sermaye hareketlerine yolaçar. Faiz haddini belirleyen faktörleri en genel haliyle, fakat basitlik sağlamak amacıyla gecikmeli etkileri gözardı ederek şu şekilde belirtebiliriz (Edwards, 1985, s. 386) ;

$$i_t = \Psi (i_t^* + e_t) + (1-\Psi) (rr_t + \Pi_t^e) \quad (11)$$

Denklemden, (i_t) yurtiçi nominal faiz haddini, (i_t^*) dünya nominal faiz haddini, (e_t) döviz kurunda beklenen değişimi, (rr_t) yurtiçi reel faiz haddini, (Π_t^e) beklenen enflasyon oranını ve (Ψ) ise finansal açıklık derecesini göstermektedir. Faiz haddinin kapalı bir ekonomide ne şekilde belirlendiği ya da enflasyon beklentilerinin nasıl oluşturulduğu gibi tartışmalara girmeden, kısaca denklemin $(rr_t + \Pi_t^e)$ bölümünün nominal faiz haddinin belirlenmesinde yurtiçi ekonomiye ait faktörlerin etkilerini içerdiği, $(i_t^* + e_t)$ şeklindeki faiz arbitrajı koşulunun ise dış dünyanın etkilerini içerdiği söylenebilir. Ψ katsayısı ise yurtiçi ekonomiye ve dış dünyaya ait etkilerin görece ağırlıklarına işaret eder. Ekonomi dışı açıldıkça Ψ katsayısı 1'e yakınsar, tamamen kapalı olması durumunda ise $\Psi=0$ olur.

Sermaye hesabının serbestleştirildiği, dışı tamamen açık bir ekonomide denklem aşağıda belirtilen şekilde olacaktır;

$$\Psi = 1 \Rightarrow i_t = i_t^* + e_t$$

Yurtiçi ekonomideki faiz haddi değişmelerinin dış dünya koşullarına endekslendiği bu durum faiz arbitrajı olarak adlandırılır. Faiz arbitrajı koşulundan sapma sermaye hareketlerine neden olur. Yurtdışı varlıkların ulusal para cinsinden getirisi ($i_t^* + e_t$), yurtiçi varlıkların ulusal para cinsinden değeri de (i_t) ile gösterilir. Yurtiçinde ve yurtdışındaki varlıkların getirisini eşitleyen faktör spekülâtörlerin davranışlarıdır. Spekülâtörler, portföylerinin getirisini maksimize etmek için ellerinde bulundurdıkları varlıkların en iyi bileşimini oluşturmaya çalışırlar.³⁴ Yurtdışı faiz haddindeki artıştan kaynaklanan sermaye çıkışı yurtiçi tahvillere talebin azalmasına, fiyatlarının düşmesine ve sonuçta yurtiçi faizlerin artmasına neden olur.

Faiz arbitrajı koşulunda işleyişi esas alınan tahvil piyasası yerine kısa vadeli fon akımlarını ve aktif olarak da banka mevduatlarını ele almak yanlış olmamalıdır.³⁵

Bu açıdan düşünülürse, yurtdışında faiz haddinin yükselmesi yurtdışında mevduat tutmanın getirisini artıracaktır. Sermaye kaçışı ve yurtiçindeki mali araçların fon bulmakta sıkıntı çekmeleri onları yurtiçi faiz haddini yükseltmeye zorunlu kılar.

$$i_t < i_t^* + e_t \Rightarrow \text{sermaye çıkışı}$$

Yurtiçi mevduatların getirisinin yükselmesi ise tersine sermaye girişine neden olur.

$$i_t > i_t^* + e_t \Rightarrow \text{sermaye girişi}$$

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sonucu faiz haddi ve döviz kuru politikalarının istikrar amacı için kullanılabilmesi zorlaşır. Ulusal ekonominin gereksinimleri farklı olabilir, fakat sermaye hesabı serbestleştirildikten sonra

³⁴ Yukarıda belirtilen faiz arbitrajı koşulunda örtük olarak yapılan bir varsayım spekülâtörlerin risk almaktan kaçınmamalarıdır. Tersinin söz konusu olduğu durumda yurtiçi varlıkların getirisinin yurtdışı varlıklara eşit olması için beklenen devalüasyonun yansısı beklenen riski de telâfi etmesi gerekir.

³⁵ Banka mevduatının para ile temel farkı faiz geliri sağlaması ve likidite derecesidir. Bunun dışında para ile değeri birebirdir, oysa tahvillerin nominal değerleri dışında bir de ikinci el piyasada oluşan piyasa değerleri vardır.

yurtdışı etkilere uygun tepkinin verilmemesi daha büyük oranda kaynak yitmesi ile sonuçlanabilir. Örneğin ulusal para dış borç yükünün artmaması için aşırı değerli tutuluyorsa, devalüasyon beklentisi sermaye kaçıışı ile sonuçlanır. Bu kez sermaye kaçışını engellemek için devalüasyon ve faiz oranının yükselmesi gerekir. Devalüasyondan kaynaklanacak borç yükü artışından kaçınırken sonuçta yine devalüasyon ve yükselen faiz haddinin yurtiçi ekonomideki etkileri ile karşı karşıya kalınır.

Sermaye hesabının serbestleştirilmesi ile birlikte beklentilerin belirleyiciliği arttığı için istikrarsızlık olasılığı da daha fazladır. Ülke ekonomisinin yurtdışı etkilere tamamen açık olması nedeniyle, uygulanan politikalara sermaye kaçıışı ya da para ikâmesi olarak ortaya çıkacak olası tepkileri gözönüne almak gerekir. Özellikle kamu kesimi finansman açığının yüksek olması temel bir istikrarsızlık kaynağıdır. Serbestleştirilmiş piyasaların varlığında kamu kesiminin ağırlığını artırmaya kalkışmak, kamu kesimi özel kesime rakip olabilmek için daha yüksek getiri önermek zorunda olduğu için kamu kesiminin bünyesinin zayıflaması ile sonuçlanır.

Uluslararası getirilerdeki görece farklılıklar sermaye hareketlerini etkilediği gibi sermaye hareketleri de faiz haddi ve döviz kurunu etkiler. Karşılıklı bağımlılık ilişkisi vardır. Sermaye girişi, diğer etkiler sabit kabul edildiğinde, ulusal paranın değer kazanmasına neden olur. Çünkü yabancı yatırımcılar ulusal paranın görece yüksek getirisinden yararlanmak için ulusal para birimine taleplerini artırırlar. Yine sermaye girişi ile fon arzı fazlası oluşuyorsa yurtiçi faiz haddinin düşmesi beklenir.³⁶

Kaydi paranın varlığı ve kamu otoritesi dışında para yaratılabilmesinin sonucu para arzı kavramını belirsizleştirmiştir. Sermaye hesabının serbestleştirilmesi, para arzı kavramının daha da belirsizleşmesine neden olur (Önder vd., 1993, s.77). Bizzat ekonomik sistemin gelişmesinin getirdiği belirsizlik problemi bir yana, artık yurtdışı faktörler de etkin olduğu için para arzının kontrol edilebilmesi zorlaşır. Parasal tabanı görece küçük olan ülkelerde yüksek miktarda sermaye girişi -Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi- özel kesimin resmi makamlara ulusal para karşılığı döviz satmak istemesi nedeniyle para arzının artışı ve enflasyonun hız kazanması ile sonuçlanabilir. Oysa serbest değişken kur sisteminde ödemeler bilançosu dengesizliklerinin sterilize edileceği, döviz kurunun hareketi ile dengesizliklerin

³⁶ Sermaye çıkışı için de tam tersi söylenebilir.

giderileceği ve bağımsız bir para politikası izlenebileceği düşünülmekteydi (Altınkemer ve Ekinci, 1992, ss. 2-3).

3.3.1 SermayeKaçışı ve Para İkâmesi

Sermaye kaçışı ve para ikamesi, istikrarsızlık ve güvensizlik sonucu dış liberalizasyon sonrası ortaya çıkabilecek olumsuz sonuçlardır. Tanımsal olarak belirginleştirmek bakımından ayırım şöyle konulabilir; Sermaye kaçışı para ikâmesine göre daha geniş bir kavramdır. Ulusal para ile birimlendirilmiş varlıklardan döviz ile birimlendirilmiş varlıklara ya da bizzat efektif tutmaya yönelme ve bunların ülke sınırları dışında değerlendirilmesi anlamına gelir. Para ikâmesi ise yerleşikler tarafından efektifin ulusal paraya tercih edilerek yastık altında korunması ya da mevduat olarak yurtdışındaki ve yurtdışındaki bankalarda tutulmasıdır.

Sermaye kaçışı, dışa tam açık bir ekonomide yurtiçi faiz haddinin faiz arbitrajı koşulundan saparak yabancı varlıkların getirisinin altına düşmesinin sonucudur. Ancak yatırımcıların portföylerinin getirisini maksimize etme istekleri yanı sıra, ülkenin politik geleceğine güvenin azalması gibi, politik koşulların psikolojik etkileri de ülkenin kredibilitesini azaltarak sermaye kaçışına neden olur.

Sermaye kaçışı, yerleşikler ya da yerleşik olmayanlar tarafından gerçekleştirilebilir. Yerleşik olmayanlar tarafından gerçekleştirilen sermaye kaçışını engellemek, yurtiçi varlıkların getirisini artırmak ya da ekonomi dışı faktörlerden kaynaklanıyorsa, sermayeye tehdit oluşturan olumsuz koşulları gidermek ile mümkündür. Yabancı sermayenin kaçışı ülke içinde gelir yaratmakta kullanılabilecek kaynakların azalması demektir, dolayısıyla istenmeyen bir durumdur. Ama yerleşiklerin ulusal para birimine ve ulusal para ile birimlendirilmiş aktiflere güvenlerini kaybetmeleri daha da ciddi bir sorundur. Çünkü yerleşiklerin yerli para birimine olan taleplerini azaltmaları, enflasyona karşı servetlerinin gelirini koruyabilmek isteğinden kaynaklansa da zamanla enflasyonu besleyen bir beklenti haline gelir. Sürekli ulusal paranın değerinin aşınması beklenir ve spekülâtörlerin aynı yönde hareket etmeleri ulusal paranın değer kaybetmesine neden olur.

Yerleşiklerin sermaye kaçırımları (sermayenin kısa dönem fonlar olduğu düşünülürse) ile para ikâmesine yönelmeleri, döviz cinsinden tutulan varlıkların yurtdışındaki bankalara yatırılması halinde, çakışan ve ayırımı güç kavramlar haline gelir. Çünkü döviz tevdiat hesaplarının yanı sıra yurtdışında tutulan ya da yastık

altında tutulan efektif de ulusal paranın talep edilmemesi anlamına geldiğine göre para ikamesidir. Bu yüzden, aslında yurtiçindeki döviz tevdiat hesapları ancak ikâmenin hızlanması konusunda fikir verebilir. Para ikâmesinin boyutunun tam olarak kestirilmesi güçtür.

Yerleşiklerin döviz hesabı açtırmalarına izin verilmesi, sermaye kaçışını engellemek olduğu halde para ikâmesi hızlanır. Çünkü para ikâmesinin nedeni zaten dövizin getirisinin ulusal paranın getirisinin üzerinde olmasıdır. Enflasyon durdurulmadıkça engellenemez.³⁷

3.3.2 Shaw yaklaşımı

Shaw' a göre,³⁸ hem faiz haddinin gelişmiş ülkelerdeki faiz haddinden düşük tutulması hem de döviz kurunun baskılanması (ancak arada bir devalüasyon beklentisini dizginlenemeyip devalüasyon yapmak zorunda kalınarak) serveti yurtiçi ekonomide değerlendirmenin getirisini yurtdışında sağlanacak getirinin altında bırakır. Sermaye kaçı beklenir. Bu yüzden baskılanmanın başlıca etkisi yurtiçi tasarrufların erimesine neden olmasıdır (Shaw, 1973, ss.208-209).

Faiz haddi tekrar yükseltildiğinde kaçan sermaye geri döner. Fakat döviz kuru düşük tutulduğundan devalüasyon beklentisi oluşur ve sonunda gönülsüz de olsa devalüasyon gerçekleşir. Yurtiçine giren tasarruf akımı parasal tabanı genişlettiğinden ulusal para tekrar aşırı değerlenir ve devalüasyon beklenir. Giren sermaye tekrar yurtdışına çıkar. Bu gel-git hareketi yurtiçinde yatırım yapmayı riskli hale getirir, çünkü sürekli bir sermaye giriş çıkışından kaynaklanan bir fiyat dalgalanması vardır.

Shaw da uluslararası sermaye hareketlerini açıklamak için faiz arbitraji denklemini kullanır (Shaw, 1973, s. 211);

$$r_d + P_d^* = r_f + P_f^* + a^* \quad (12)$$

³⁷ Türkiye 'de döviz tevdiat hesaplarının, İsrail 'de İsrail lirası ile birimlendirilmiş ancak getirisi kura endeksli « patam » denilen mevduat hesaplarının etkisi de bundan farklı olmamıştır, bkz. Önder vd., 1993, s. 104.

³⁸ Dış liberalizasyon konusundaki yaklaşımlar E. Shaw' un görüşleri ile sınırlandırılacaktır.

Beklenen enflasyon (P^*_d) ile düzeltilmiş yurtiçi reel faiz haddi (r_d), yurtdışı beklenen nominal faiz haddi ($r_f + P^*_f$) ile beklenen devalüasyon oranını (a^*) karşıladığı zaman getirilerde fark yoktur ve sermaye hareketi beklenmez.

Serbest değişken döviz kuru sisteminin tercih edilmesi portföy sahiplerinin yurtiçi ve yurtdışı finansal varlıklara sermayenin reel getirisi açısından bakmalarını sağlar. Serbest değişken kurların varlığı, riski azaltır ve portföy sahiplerini esnek düşünmeye teşvik eder. Reel mevduat faiz haddi tasarrufların kıtlık fiyatı haline gelir. İç ve dış liberalizasyon yurtdışı tasarrufların yurtiçi ekonomi için seferber edilmesini olanaklı kılar.

Shaw bunu şu şekilde ifade etmektedir (Shaw, 1973, s. 224-225) :

« Eğer geri kalmış ekonomi yurtiçi ekonomide finansal derinleşmeye ve kambiyo işlemlerinin serbestleştirilmesine ikna edilebilseydi, yurtdışı tasarruflar için bir miktarda olurdu.... Serbestleştirilen ekonomi dış tasarruflar [resmi sermaye hareketleri anlamında] için ödenen fiyatı düşürebilir.»

Buradan Shaw' un dış finansal liberalizasyonun ekonominin dışa bağımlılığını azalttığını ve pazarlık gücünü artırdığını düşündüğü anlaşılır. Kısacası finansal derinleşme ve mali yapının güçlenmesi dış finansal liberalizasyondan beklenen faydalardır.

3.4. Liberalizasyon Sonrası Ödemeler Dengesi ve Merkez Bankası Bilançosu

Ekonomide yatırım-tasarruf açığı, resmi dış krediler bir kenara bırakılırsa vergiler, net dış varlıklardaki artış, iç borçlanma, açık finansman ya da iç borçlanma ve para arzı artışının uygun bir bileşiminin uygulanması ile finanse edilir (Keyder, 1988, s.1 ve s. 113).

İç borçlanma, halka devlet tahvili ve hazine bonosu satışı, açık finansman ise ihraç edilen hazine bonolarının merkez bankasına satışı, hazinenin merkez bankasından kısa vadeli avans alması ve kamu kuruluşlarının merkez bankasından borçlanmasıdır (Keyder, 1988, s. 122).

Net dış varlıklardaki artış, dış varlıkların dış yükümlülükleri karşıladıktan sonra kalan bölümüdür. Dış varlıklar, altın ve döviz rezervleri ve IMF rezerv

pozisyonundan oluşurken dış yükümlülükler, döviz yükümlülükleri, akreditif provizyonları, döviz tevdiat hesapları ve dış kredi kalemlerinden oluşur. Net dış varlıklardaki artış, ödemeler bilançosu genel dengesinin, yani rezerv hareketleri ile dengelenmemiş kısmının fazla vermesi anlamına gelir. Kabaca, dış ticaret dengesi ve sermaye hesabı dengesi ana kalemler olarak alındığında, net dış varlıklardaki artış yurtiçine kaynak aktarımıdır. Bunu da ihracat artışı, ithalat azalması ve net sermaye girişi finanse eder. Net dış varlıklardaki artış -iç borçlanma ve açık finansmandan farklı olarak - ödemeler bilançosu ile merkez bankası bilançosu arasındaki ilgiyi kurar.

MERKEZ BANKASI HESAP ÖZETİ

AKTİF	PASİF
DIŞ VARLIKLAR	REZERV PARA
IMF' deki Rezerv Durumu	M.B.DA KAYDI PARA
Özel Çekme Hakları	DIŞ YÜKÜMLÜLÜKLER
Muh. Bankalardan Alacaklar	KAMU MEVDUATI
Yabancı Menkul Portföyü	SERMAYE HESAPLARI
KAMUDAN ALACAKLAR	KAMU ÖDÜNÇ VERME FONU
KAMU GİRİŞİMLERİNDEN ALACAKLAR	DIĞ. YÜKÜMLÜLÜKLER
MEV. BANKALARINDAN ALACAKLAR	
DIĞER MALİ KURULUŞLARDAN ALACAKLAR	
SABİT DEĞER VE DIĞ. AKTİFLER	

Faiz haddi serbest bırakılınca, kamunun iç borç yükünün artmaması için iç borçlanmanın, yani tahvil ihracının azalması ve merkez bankası bilançosunda kamudan ve kamu girişimlerinden alacaklar kalemlerinin toplam aktifler içinde oranının azalması gerekir. Pasifte ise rezerv paranın - mevduat bankalarından ve diğ. mali kuruluşlardan alacakların artmadığı durumda - kamudan alacaklar azalınca azalması beklenir.

Dış liberalizasyon sonrasında ise, dış varlıklar kaleminde döviz varlıklarının, dış yükümlülükler kaleminde döviz yükümlülükleri, döviz tevdiat hesapları ve dış kredilerin seyrinde hareketlilik beklenir. Faiz haddi ya da döviz kurunda bir değişikliğe belirtilen kalemlerin karşılık verme eğilimi artar.

Parasal tabana kullanım esasına göre³⁹ bakıldığında dolaşımdaki paranın görece oranının artması senyoraj geliri toplanmasına denktir. İç ve dış liberalizasyon, banka kasalarındaki paranın dolaşımdaki paraya oranının artmasını gerektirir. Böylece emisyon artışının enflasyonist etkisi ve ulusal para arzındaki artışın değer aşınması dolayısıyla sermaye kaçıışı ile ya da para ikâmesi ile sonuçlanması engellenir.

³⁹ Kaynağa göre parasal taban, (Net dış varlıklar + Kamudan net alacaklar + Mevduat bankalarından ve diğer mali kuruluşlardan alacaklar) toplamından hesaplanır. Kullanıma göre ise (Dolaşımdaki para + Banka kasalarındaki para + Bankaların Merkez Bankasındaki mevduatı) toplamından oluşur, bkz. Keyder, 1988, s. 112.

4. TÜRKİYE'DE YAŞANAN GELİŞMELER

Türkiye'de planlı dönem boyunca ithal-ikameci politikalar uygulanmıştır. Bu politika çerçevesinde dış ticarete yönelik bir ekonomik yapının oluşturulması değil iç talebe yönelik politikalar önceliği almıştır.

Kalkınmakta olan bir ülkenin döviz kaynakları ve varlıkları kısıtlıdır. İhraç malları, geleneksel tarım ürünlerinden oluşur. İhracata konu malların yapısı değişmedikçe döviz geliri elde etme ve döviz kaynağı kısıtlı olduğu için de ithalat olanakları kısıtlıdır. Çünkü dış ticaret hadleri tarım ürünlerinin aleyhine işler.

İthalat olanaklarının kısıtlı olması, ithal edilmesi gereken malların yurtiçinde üretimini gerekli kılar. Hem ithal edilmesi gereken malların yurtiçinde üretimi zorunluluğu hem de üretimin yapısını ve ihracatın yapısını ülkenin dünya ticaretinden aldığı payı artırmak amacı ile ticaret hadlerinin lehine işlediği mallara yönelik değiştirme isteği ithal ikamesinin ve planlamanın nedenlerini oluşturur. Belirtilen nedenlerden dolayı, Türkiye' de sanayileşmeye dayalı kalkınma stratejisi benimsenmiştir.

Kaynakların ekonomide belli bir sektöre yönlendirilebilmesi için öncelikle kamu otoritesinin elinde toplanması gerekir. Kamu otoritesi, kaynakları elinde toplayabilmek için denetim altına alınmamış (yani kaynak toplayamadığı) piyasaların gelişmesine izin vermez.⁴⁰ Bu yüzden fiyat ve miktar kısıtlamaları ile piyasalar baskılanır.

1980 sonrası ciddi bir politika değişikliği yaşanır. 1970' lerin sonlarında karar verilen strateji değişikliği doğrultusunda, 24 Ocak kararları ile ithal ikamesinden dışa-açık ve ihracata yönelik bir yapının oluşturulması amaç edinilir. Ekonomide fiyatların piyasa mekanizması çerçevesinde belirlenmesi ve ülkenin aşamalarla dışa açılması benimsenir. Dış ticarete kotalar kaldırılır, gümrük vergi oranları indirilir ve ihracat teşvik edilir. Fiyat kontrolleri uygulaması terkedilir ve faizler serbest bırakılır.

Türkiye ekonomisinde gerçekleşen değişimde ekonominin kaynak gereksinimi önemlidir. Bu çalışmada kaynak gereksiniminin nedenleri üzerinde gerektiğinden ayrıntılı olarak durulmayacaktır. Konuya, borçluluğun dayattığı kamuya kaynak

⁴⁰ Ayrıntı için, bkz. Bölüm 2.2

aktarılması zorunluluğu ve bunun liberalizasyon ile çelişen yönleri açısından bakılacaktır.

Faiz haddinin serbest bırakılmasında ⁴¹ amaç nedir?

Birincisi, yurtiçi tasarrufları artırarak yatırım-tasarruf açığını finanse etmektir. Faiz haddinin yükselmesi sonucu, McKinnon-Shaw ekolünün tasarruf artışı, yatırım artışı ve yatırımların verimliliğinin artması öngörülerinin gerçekleşmesi beklenir. Tasarruf artışı sağlandığında yatırım-tasarruf açığı daraltılabilir ve dış açığın önüne geçilebilir.

İkinci olarak, faiz haddi artışının yüksek enflasyon ve negatif faiz getirisi nedeniyle ortaya çıkan, paradan ve finansal varlıklardan kaçışı engellemesi ve ekonominin parasallaştırılmasını (*monetization*) sağlaması amaçlanır. Çünkü enflasyon yüksek işe likidite tercihinin ve enflasyon karşısında değerini koruyamayan finansal varlıklara talebin azalması beklenir. Enflasyon kaybını telâfi etmek için tüm geliri mala yatırma ya da enflasyonist ortamda prim yapacağı beklentisi ile gayrimenkule ve ulusal para birimi karşısında sürekli reel değeri artan yabancı para birimlerine yatırmak tercih edilir. Her ne şekilde değerlendirilirse değerlendirilsin, sonuçta ulusal para birimi para olma fonksiyonlarını yitirmeye başlar. İstikrarsız bir ortamda borç vermek riskli olduğu için kredi arzının daralması beklenir. Belirsizlik ve kredi arzının daralması (ya da borçlanmanın son derece maliyetli olması) yatırım faaliyetini olumsuz yönde etkiler. Tüm bunların ekonomiyi daraltma yönünde etkisi olacağı için ekonominin parasallaştırılması istenen bir durumdur.

Üçüncüsü, paranın banka mevduatı olarak değerlendirilmesiyle para arzının daraltılarak enflasyonun düşürülmesi isteğidir ki, Ekinci ve Rodrik'e göre asıl çaba budur (Ekinci, 1990, s. 3; Rodrik, 1990a, s.1). Sıkı para politikası ya da yüksek faiz politikasının dolaşımdaki parayı azaltmak bakımından benzer etkileri vardır. Her iki durumda da dolaşımdaki paranın para arzı içindeki oranı daralır. Paranın dolaşım hızının düşük tutulması enflasyonu dizginleyecektir.

Aslında borçlanma imkânı tükendiği zaman ⁴² -ne şekilde olursa olsun- kaynak yaratma ve ekonominin kendi imkânlarıyla kaynak yaratabilme mekanizmasını

⁴¹ Faizlerin pek de serbest olmadığından ileride bahsedilecek.

oluşturma isteğinin liberalizasyonun teorik gerekçelerinden daha güçlü bir güdü oluşturur. 1977 borç krizi ertesi Türkiye' nin dış borç bulma imkânı kalmamıştı. Dolayısıyla tasarruflara pozitif faiz verilerek özel kesim tasarruflarının, KİT ürünlerine yapılan zamlar ile kamu kesimi tasarruflarının artırılması amaçlanmıştır. Ücretlilerin gelirinin reel olarak aşındırılması ve sürekli devalüasyon ile ihracatın artırılarak dış tasarrufların azaltılması hedeflenmiştir. Böylece hem yurtiçi tasarrufların artırılmasına hem de yurtdışı tasarrufların azaltılarak dış dünyadan kaynak aktarılması çabasına girilmiştir.⁴³ Yıllardır tasarruf araçlarının getirilerinin negatif olması nedeniyle toplumda her kesimin finansal tasarruflarının reel olarak azalmasının getirdiği haksızlığa uğramışlık duygusu da olayın farklı bir boyutunu ve izlenen politikanın desteğini oluşturur.

Yurtiçi toplam talep fazlasının varlığı ve 1980' lerin ikinci yarısında enflasyonun yine hız kazanması, dış tasarrufların da mobilize edilmesini gerektirir. 1989 yılında da 32 sayılı kararla sermaye hareketleri serbestleştirilir. Aslında sermaye hesabının serbestleştirilmesi yurtdışı tasarrufları da yurtiçi ekonominin amaçları doğrultusunda değerlendirmek ve sermaye piyasasını uluslararası rekabete açarak verimliliğin artırılmasıdır.

Türkiye ekonomisindeki değişim ele alınırken, Ocak 1980-Ekim 1983, Kasım 1983-Kasım 1987, Aralık 1987-Mart 1989 ve Mart 1989 sonrası olmak üzere dört döneme ayrılarak incelenecektir.⁴⁴ 1980-83 liberalizasyonun çocukluk dönemi, 1984-87 kurumların oluşturulduğu dönem, 1987-89 kurulan yapılara işlerlik kazandırılması ve pekiştirilmesi dönemi. 1989 sonrası ise reform yorgunluğu dönemi olarak betimlenir (Önder vd., 1993, s. 126).

Uygulanmaya başlanan politikalar, yüksek rakamlara ulaşan enflasyonun düşürülmesinde ve büyümenin sağlanmasında 1980-83 dönemi boyunca etkili olmuştur. Ancak elde edilen olumlu sonuçta dönemin olağandışı koşullarının da çok büyük etkisi olduğu düşünülmektedir. (Rodrik ve Celasun, 1987, s. [4-3]) Ücretler

⁴² 12 Eylül sonrası IMF ve OECD ülkelerince özel kolaylıklar tanınır. Fakat IMF'nin 1970' lerin sonlarından beri önerdiği politikalar bütünü bu kez de uygulanmaktan vazgeçilseydi bu ölçüde dış borç sağlanması pek kesin değildi.

⁴³ 1980 sonrası politik konjonktür yüksek oranda dış borç alınmasını da sağlamıştır. Ancak ekonomik yapının değiştirilmesi konusunda belirgin hedefler, daha önce, 24 Ocak 1980 'de ortaya konmuştur.

⁴⁴ Önder vd. (1993) ve Celasun (1991) 'de belirtilen alt dönemler boyunca getirilen farklı uygulamaların ayrıntılı bir kronolojik özeti bulunabilir. Dönemlendirme politik takvimle de çakışmaktadır.

bu şartlar altında reel olarak geriletilmiş⁴⁵ ve IMF ve OECD ülkelerince aynı ekonomik politikayı izleyen diğer ülkelere sağlanmadığı kadar dış yardım ve borç konsolidasyonu sağlanmıştır.

Dönem boyunca finansal derinleşme sağlanır. Finansal derinleşme, tasarrufların atıl kalmaması, çeşitli finansal varlıklara yatırılarak değerlendirilmesi, dolayısıyla tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinde mobilitenin sağlanması olarak yorumlanabilir. Sermaye piyasasının yeterince gelişmediği ve ekonomide finansal araçların ağırlıkla bankalar olduğu durumda, finansal derinleşmenin ölçütü, bankalarda tutulan uzun vadeli fonların seyridir. Bu yüzden geniş anlamda para arzının (M2) GSMH 'a oranı finansal derinleşme ölçütü olarak alınır. Ancak banka mevduatına alternatif varlıkların bulunduğu gözönüne alındığı zaman mali varlık stoklarının GSMH ' a oranının ele alınması uygundur.

Tablo 1. Finansal Yapıda Derinleşme

	<i>M1/GSMH</i>	<i>M2/GSMH</i>	<i>M2Y/GSMH</i>	<i>MVS/GSMH</i>
1975	17.3	21.6	21.6	26
1980	13.8	17.2	17.2	22.8
1982	13.2	25	25	31.2
1984	10.8	24.2	25.4	32.2
1986	10.3	23.6	26.8	35.2
1988	8.6	20.8	26.5	37.2
1990	7.9	18.1	22.6	34.2
1992	6.2	15.9	25.3	44

Kaynak : Önder vd., 1993, s. 132

M2/GSMH oranı 1980- 84 yılları arası % 37 artış kaydeder (bknz. Tablo 1). Ancak 80' lerin ikinci yarısında bu oran giderek azalmaya başlar. Bu durum para ikamesinden kaynaklanır. Çünkü aynı dönemde döviz tevdiat hesaplarında artış görülür. Ölçüt olarak mali varlık stoklarının GSMH ' a oranı alındığında finansal

⁴⁵ Reel işçi ücretleri 1988 yılında 1980 yılına göre % 40 azalmıştır, bkznz. Ekinci, 1990, s. 83.

derinleşme daha da belirgindir. Fakat bu şişkinliğin bir kısmının ihraç edilen büyük miktarda hazine bonosundan kaynaklandığını gözönünde bulundurmak gerekir.

4.1 İç Finansal Liberalizasyon ve Faiz Haddinin Seyri

1980 yılı faiz serbestisinin başlangıcı olarak anılır. Vadeli mevduat faiz haddi ve kredi faiz haddi Temmuz 1980' de serbest bırakılır. Ancak hukuken varolan serbestliğin uygulamada serbestlik olarak tanımlanması güçtür. Çünkü bankalar 19 Haziran 1980'de *serbest* bırakılan faiz oranlarını birlikte *saptarlar* (Artun, 1983, s.37). Dolayısıyla faiz hadlerinin ne derece rekabetçi bir ortamda belirlendiği tartışmalıdır.

Ayrıca 1980 yılında toplam mevduatın sadece % 18' i (vadeli mevduatın oranı) faiz serbestisine tâbidir. Diğer mevduat türleri için halen yasa ile tavan belirlenir. Toplam mevduatların sadece % 18 'i için geçerli olan bir uygulamanın genel yapıya egemen olduğunu düşünmek uygun değildir.

Önceleri bankalar ortaklaşa kararlaştırdıkları faiz hadlerine uyarlar. Bir süre devam eden anlaşma, -bankerler daha yüksek faiz sundukları için- bazı bankaların fonlarını artırma çabasına girerek faizleri yükseltmeleriyle son bulur. Başta amaç kaynak sağlamak ve pazar payını artırmak iken sonraları likidite sorununu gidermek haline gelir (Artun, 1983, s.47). Süreç, Merkez Bankası' nın 1982 banker iflâsları ertesi kontrolü ele almasıyla noktanır.

Bankerler 70'li yılların sonundan itibaren ikinci el tahvil piyasasında yoğun olarak faaliyet gösterirler. Bankerlik kurumunun bu derece güçlenmesine bankaların tasarruf mevduatlarına yıllar boyu negatif reel faiz sunmaları neden olmuştur. Bankerler, bankaların mevduat sahiplerine sağladıkları getiriye kıyasla daha yüksek getiri sunarlar. Satılma gücü sürekli düşen tasarrufçu için birikimini bankerlik kurumlarında değerlendirmek daha caziptir.

1980 yılında ihraç edilmesine izin verilen yeni bir finansal aktif türü mevduat sertifikasıdır. Mevduat sertifikası bankalar için yeni bir finansman kaynağıdır. Bankerler, mevduat sertifikalarının başlıca müşterisi olurlar. Bunun dışında tahviller, her türlü çek ve senet bankerlerin topladıkları belli başlı değerli kâğıtlardır. Bankaların sunduğu vadeli mevduat faiz haddi yükselince bankerler de kaynak sağlama rekabetine girerler. Önceleri sanayi kuruluşlarına borç verirken sonraları kendi hesaplarına (kanuna aykırı olduğu halde) mevduat toplayıp

spekülatif alanlarda yatırım yaparlar. Hem faiz geliri üretken bir faaliyete dayanmadığı için hem de faiz yarışı nedeniyle fazla yükselen faizler sanayi kuruluşlarını da ödeme güçlüğü içine soktuğu için 1982 yılında finansal kriz kaçınılmaz olur.

Banker iflâslarının ertesi faiz haddini belirleme yetkisi dokuz büyük bankaya verilir. Ancak bankaların faiz haddini yükseltmeye isteksiz davranmaları nedeniyle Merkez Bankası yetkiyi devralır. Böylece birinci dönem faiz serbestisinin yürürlükten kalkması ile kapanır.

1983-87 döneminde faiz haddi Merkez Bankası tarafından saptanır. Bu dönemde faiz serbestisi gündemde değildir. Ancak finansal derinleşmenin sağlanması ve finansal aracılığın yoğunlaşması amaçlarından vazgeçilmez. Vadesiz ve vadeli mevduata aynı münzam karşılık oranı uygulanmaya başlanır ve giderek oranı düşürülür.⁴⁶ Ayrıca gerekli finansal kurumların oluşturulması ve finansal araçların çeşitlendirilmesi yönünde çaba gösterilir.

Bu dönemde faaliyete başlayan kurumlardan en önemlileri, Kamu Ortaklığı İdaresi (Mart 1984) ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası' (Ocak 1986) dır. Bunların dışında bankalara tek tip muhasebe düzenine geçme zorunluluğu (Mayıs 1985) getirilir, TCMB gözetimi altında denetlenmeye başlanırlar (Ocak 1987) ve *leasing* şirketleri ile ilgili düzenlemeler (Haziran 1985) yapılır.

Aynı dönemde, 1980-83 döneminde çıkarılan mevduat sertifikaları, banker borç senetleri ve yatırım fonları ile ilgili düzenleme ertesi, finansal araçlardaki çeşitlenme bakımından hareketli bir döneme girilir. Gelir ortaklığı senetleri (Mart 1984), kâr-zarar ortaklığı belgeleri (Aralık 1984), banka bonoları ve banka garantili bonolar (Mart 1986), finansman bonosu (Aralık 1986), menkul kıymet yatırım fonları (Temmuz 1987) ve dövizde endeksli kamu borçlanma senetleri (Haziran 1987) piyasaya çıkan yeni finansal araçlardır.

Üçüncü dönemde, Ekim 1988' de faiz hadlerinin piyasada belirlenmesi sistemine dönülür. Bankaların başlattıkları faiz yarışı Merkez Bankası' nca engellenir. Bu dönemden başlayarak mevduatların vadesi kısalmır (Önder vd., 1993,

⁴⁶1980-82 yılları boyunca 1 yıl vadeli mevduata % 30, vadesiz mevduata % 35 mevduat münzam karşılık oranı uygulanırken, 1983 yılı başında oran tekilleştirilir ve 1987 yılı sonunda % 14 'e düşürülür.

ss.131-132). Yine aynı zamanlarda enflasyonun hız kazandığı görülür.⁴⁷

Sermaye hesabının 1989 yılında serbestleştirilmesi faiz haddi ile döviz kuru arasındaki ilişkinin dikkatle gözlenmesini gerektirir. Faiz haddi düştüğü an döviz kurunun fırladığı ve para ikamesinin gündeme gelir.⁴⁸ Dış liberalizasyon sonrası faiz haddi ve döviz kurunun politika değişkeni olarak kullanılması zorlaştığı gibi, ikisi arasında kurulan ilişki de ek kısıtlar getirmektedir.

Bankalar 1990 yılı sonrası yeni bir faiz yarışından uzak dururlar (Önder vd., 1993, s.130) ve 1994 yılına kadar böyle sürer. 1994 yılında bankaların mevduat toplamak için tekrar faiz yarışına girişmeleri sonucu önce yıllık Toptan Eşya Fiyat Endeksi ' ne bağlı faiz sunumuna olanak tanınır, sonra da bankalara genel ortalama göre bir marj belirlenir.⁴⁹ Böylece yine faiz haddine tavan konur.

4.1.1 Tasarruflar ve Yatırımlar

1979 ' dan başlayarak kamu ve özel kesim tasarruf-yatırım dengeleri arasında tam simetri görülür. (bknz. Tablo 2: (7),(9) ; Grafik 1) 1986 yılına dek özel kesim tasarruf fazlası verir. Ancak tasarruf fazlası sürekli azalmaktadır. 1979 yılında özel tasarruf fazlasının GSMH ' a oranı % 4.1 iken 1986 yılında % 1.2 ye kadar düşer. 1986 yılından itibaren yine artış trendine girer ve bundan sonra daha yüksek oranlarda seyreder.

Kamu kesimi ise dönem boyunca tasarruf-yatırım açığı verir. 1980' lerin ilk yarısında bu açık özel kesimin verdiği fazla ile finanse edilir. Ancak 1990 yılından itibaren açık hızla artar. 1993 yılında % 12.9 olarak tahmin edilir.

1980' lerin başlarında yatırım-tasarruf açığının daraltılmasının ağırlıkla yatırımların artmamasından kaynaklandığı (Celasun, 1991, s.13), yatırımların GSMH içindeki oranının azaldığı görülür (bknz. Tablo 2, Süt.(3), (5)). Fakat 80' lerin ikinci yarısında tasarruf-yatırım dengesi ciddi biçimde bozulmaya başlar. Bunda özellikle kamu tasarruflarındaki azalmanın rolü belirgindir.

⁴⁷ Bknz. Ek Tablo. 2.

⁴⁸ Örneğin Ağustos 1987' de kısa vadeli mevduatlar için faiz haddinin düşürülmesi derhal para ikâmesini gündeme getirir, bknz. Alunkemer ve Ekinci, 1992, ss. 17-18.

⁴⁹ Bankaların azami faiz oranları, Merkez Bankası' nca belirlenen 15 banka ortalamasının, vadesiz ve 7-gün ihbarlı mevduatlarda % 25' ini, vadelide ise % 20' sini geçemez, bknz. Ekonomik Trend, 21-27 Ağ. 1994, s. 55.

	<u>Reform öncesi</u>	<u>Reform sonrası</u>	
	1978-80	1981-84	1985-88
KAMU- Tasarruf	8.7	12.3	10.8
Yatırım	15.7	15.1	14
ÖZEL- Tasarruf	14	13.1	15
Yatırım	11.8	10.2	12

Kaynak: Celâsun, 1991, s. 51.

1985-88 yılları arasında özel tasarruflar ve yatırımlar artar. Bunu izleyen yıllarda hem kamu kesiminin hem de özel sektörün, giderek artan oranda tasarruf-yatırım açığı verdiği görülür (bknz. Tablo 2).

Sözkonusu dönemlerde tasarrufların seyri nasıldır?

Yurtiçi tasarruflar / GSMH oranında 1980' lerin ilk yarısında belirgin artış görülür (bknz. Tablo 3). Ancak bu artış kamu tasarruflarındaki artıştan kaynaklanır. Oysa McKinnon-Shaw modelinin öngörüsü faiz haddinin serbest bırakılması sonrası özellikle özel kesim tasarruflarının artmasıdır. Shaw' a göre kamu tasarruflarının artışı, kamu gelirlerinin enflasyona karşı değer kaybetmesinin engellenmesi yoluyla olur. Fakat sözkonusu dönemde, kamu tasarrufları artışı KİT ürünlerine yapılan zamlardan ve reel ücret gerilemelerinden kaynaklanır.

Tablo 3. Tasarrufların Seyri (1979-1994)

	<i>Sg/GSMH</i> (1)	<i>Sp/GSMH</i> (2)	<i>Toplam/GSMH</i> (3)
1979	6.1	15.5	21.6
1980	8.2	16.1	24.3
1981	13.7	14.3	28
1982	13.4	12.1	25.5
1983	11.7	12.5	24.2
1984	10.6	13.5	24.1
1985	13.8	12.8	26.7
1986	12	12.7	24.7
1987	9.1	16.4	25.5
1988	8.3	18	26.3
1989	6	18	21
1990	4	19	20
1991	0.7	21	20
1992	- 0.6	19	17
1993*	-3	18	15
1994**	-2	18	16

Kaynak: 1975- 1988 yılları değerleri :Ekinci, 1990, s.100., 1989-1992 yılları değerleri: Önder vd. s.164., 1993-94 yılları değerleri: DPT, Basılmamış Rapor

* : Tahmin, ** : Program

Tanımsal olarak, yatırımlar özel tasarruflar, kamu tasarrufları ve dış tasarruflar ile finanse edilir. Diğer değişkenler veri iken tasarruflar içinde kamu tasarruflarının ya da dış tasarrufların (= cari işlemler açığı) ⁵⁰ payı artarsa özel tasarrufların payının azalması beklenir. Özel tasarruflar, yatırımın artmaması halinde, kamu kesimine ve yurtdışına kaynak aktarmakta kullanılıyor demektir (Ekinci, 1990, s. 92).

⁵⁰ Tek yanlı transferler, hizmetler ve faiz ödemeleri ihmal edilirse dış ticaret açığına eşit olur.

$$Sp = I - Sg - Sf \quad (13)$$

Sp: Özel kesim tasarrufları, Sg: Kamu tasarrufları, I: Toplam yatırımlar,
Sf: Dış tasarruflar

Özel tasarruflar 1987 yılına dek azalır. 1977 borç krizi ertesi, yüksek enflasyon nedeniyle daralan özel tasarruflar 80'li yılların ikinci yarısında 1977 öncesi düzeyine ulaşır."

1981 yılında dış ticaret 3,864 milyon \$ fazla verir. Dış tasarruflar azaldığına göre özel tasarruflar [toplam yatırımlar-kamu kesimi tasarrufları] farkının finansmanı için kullanılmış olmalıdır. Yatırımların GSMH içindeki oranı 80'lerde reel olarak azalır. Milli gelir düzeyi ve gelir dağılımı veri kabul edilirse, başlıca etkinin KİT ürünlerinin fiyatlarındaki artıştan, yani kamu tasarruflarının artmasından kaynaklandığı söylenebilir. Dönem içinde izleyen yıllarda ise dış ticaret açığı ortaya çıkar. Özel tasarruflarda hem dış tasarruflar hem de kamu tasarrufları lehine azalma olması beklenir.

Kamu tasarrufları 80'li yılların ilk yarısında sürekli artış gösterir; 1979 yılında GSMH 'a oranı % 6.1 iken 1981 'de % 13.7 ye ulaşır. Daha sonra 1985 yılı hariç azalan trend izleyerek 1988 'de oranı % 8.3 'e düşer, 1994 için ise - % 2 olarak programlanır (bknz. Tablo 3).

Kamu tasarrufları artışı, 1980' de KİT ürünleri fiyatlarına yapılan yüksek oranda zamlar ve reel ücretlerdeki sürekli gerileme ile sağlanır. 1985' ten sonra kamu tasarruflarının sürekli azalması, kamu gelirlerinin kamu harcamaları kadar hızlı artmamasının bir sonucudur. Kamu harcamaları 1975' ten 1993 yılına kadar 3.8 kat artarken kamu gelirlerindeki artış 3 kat olarak gerçekleşir (Öner, 1994, s.5). Borç faiz gideri ve personel giderleri (hatta personel gideri borç faiz gideri yanında ihmal bile edilebilir) konsolide bütçe üzerinde ciddi yük oluşturur, KİT zararları ikincil kalır (bknz. Tablo 4 ve 5) 1975-1993 yılları arasında transfer giderlerinin GSMH içindeki payı % 11.2 ' dir. (Öner, 1994, s.11)

⁵¹ İkinci, tasarruflardaki azalmayı gelirdeki azalmaya ve gelir dağılımındaki değişimlere bağlar ve enflasyonun kaybını telafi etmeye çalışan orta-gelir gurupları ve lüks tüketim malları kullanabilen daha yüksek gelir guruplarının faiz geliri elde ettiğini tahmin eder, bkzn. İkinci 1990, s. 92. Enflasyon karşısında TL' nin sürekli değer yitirmesinden kaynaklanan para ikamesi ve sermaye kaçıışı da olası nedenlerdir.

Tablo 4. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği/ GSMH (%)

	1978	1980	1983	1987	1989	1992	1993*	1994**
Borçlanma Gereği	4.2	10.5	6	7.8	7.2	14.9	16.3	14.2
1.Konsolide Bütçe	2	3.7	2.7	4.5	4.5	6.1	9.2	9
2.KİT	2	5.8	2.6	4.2	2.6	4.7	3.6	2.8
2/1	1	1.56	0.96	0.93	0.57	0.77	0.39	0.31

Kaynak: Öner, 1994, s. 22

*-Tahmin, **-Program

Tablo 5.Çeşitli Harcama Kalemlerinin GSMH İçinde Payı (%)

	1975	1980	1985	1988	1993
Personel Giderleri	8	7.9	4.6	5	12.8
Faiz Giderleri	0.6	0.7	2.4	4.9	8.8
Diğer	12.5	15.7	12.4	11.4	15.4
Toplam	21.1	24.3	19.4	21.3	37

Kaynak: Öner, 1994, s.12

Yatırımlara gözetildiğinde; kamu yatırımlarının da özel yatırımların da GSMH içindeki oranının sürekli olarak azaldığı görülür. Tasarruf-yatırım açığının daralması bu yüzden tasarrufların artışına yorulamaz, yatırımların reel olarak azalmasıyla da ilgili olması gerekir.

Toplam sabit sermaye yatırımlarında bazı yıllar artış olmasına rağmen genel olarak azalan bir trend görülür. 1980-1988 yılları arasında % 9 azalma sözkonusudur.

Tablo 6. Sabit Sermaye Yatırımları / GSMH(%) #

	<i>Toplam</i>	<i>Kamu</i>	<i>Özel</i>
1980	26.7	16.3	10.4
1981	25.8	16.7	9.1
1982	24.2	15.1	9.1
1983	23.9	14.7	9.2
1984	22.6	13.2	9.4
1985	25.2	15.5	9.7
1986	25.9	15.4	10.5
1987	25.4	11.5	13.8
1988	24.2	11.5	12.7

Kaynak: Ekinci, 1988, s.98.

: 1988 yılı fiyatlarıyla

80' lerin ilk yarısında, kamu yatırımlarındaki artış yoğunlaşan altyapı yatırımlarından kaynaklanır. Bu dönemde otoyollar yapılmış ve telekomünikasyon hizmetleri iyileştirilmiştir. 1987 yılından itibaren özel yatırımlar kamu yatırımlarından oransal olarak yüksektir. Aradaki fark giderek açılır. Özel yatırımlardaki artış konut yatırımlarından kaynaklanır (Ekinci, 1990, s. 87) .

Belirtilen dönemler boyunca, tasarruf-yatırım açığı verilmesi dış açık verilmesine ve borç yükünün kabarmasına neden olmuştur. Borçluluğun kamu kesimi dengesi ve ekonominin genel dengesi üzerinde olumsuz sonuçları vardır. Borç yükü dönem başında dış borçtan kaynaklanırken dış borcun finansmanı için iç borçlanmaya gidilmesi bunun bir dış borç-iç borç bileşimine ve aslında iç borç-iç borç sarmalına (bknz. Grafik 2) dönüşmesine neden olur.⁵² Giderek daha yüksek faiz sunarak iç borçlanmaya gidilmesi, borç yükünü ağırlaştırma ve kamu tasarruflarını eritme yönünde etki yapar.

⁵² Liberalizasyon çerçevesinde, Merkez Bankası' nın yatırım ve kalkınma bankası benzeri fonksiyonların gözden geçirilmesi sözkonusudur. Yüklenilen işlev fiyat istikrarının sağlanması ile sınırlanmak istenir. Merkez Bankası' nın giderek özerkleştirilmesi hedeflenir, ancak kamunun giderek artan borç yükü buna olanak vermez.

4.1.2 Tasarruf Mevduatları ve Kredi Arzı

Finansal baskı kuramı piyasaların rekabetçi olduğu varsayımına dayanır. Piyasa dengesini müzayedeci sağlar. Belirlenen fiyatlar arz ve talep edenler tarafından etkilenemez. Liberalizasyon sonrası kredi arzı ve yatırımların hacmi bu yüzden artar, verimlilik bu yüzden artar.”

Türkiye’ de, kredi piyasasının oligopolistik yapısından ötürü, faiz oranı rekabetçi olarak belirlenmez. Centilmenlik anlaşmaları çerçevesinde belirlenir. Zaten bu şekilde belirlenmediği dönemler de (1982 yılındaki gibi) işletme maliyetlerinin finansal sistemin istikrarını koruyamayacağı bir düzeye yükselmesi ile sonuçlanmıştır.

Faiz oranının rekabetçi belirlenip belirlenmemesi bir yana, sadece vadeli tasarruf mevduatının getirisinin artması ve pozitif faiz geliri elde edilmesi açısından düşünülse bile toplam tasarrufların GSMH içindeki oranında artış yoktur. Ancak banka mevduatlarının getirisindeki artış banka mevduatlarının hacminin artmasına neden olur. Artış oranı, 1980 yılında bir önceki yıla göre % 242’ dir.

Liberalizasyon sonrası bankalar faaliyetlerini çeşitlendirirler, ama kredi hacmini artırmakta varolan belirsizlikler nedeniyle çekingen davranırlar.(Horne ve Akyüz, 1984, Chap. 10, s. 19) Kredi arzı 1981 yılında 1980 yılına göre (1988 sabit fiyatlarıyla) % 295 artarken 1983 yılına gelindiğinde 1981’ e göre % 67 gerileme görülür. 1985 ten itibaren (1989 yılında azalma olmakla birlikte) artış trendi izler (bknz. Tablo 7). Yine de dönem başındaki düzeyini yakalayamaz.

⁵³ Önceki bölümlerde bu mekanizma ele alınmıştı. Bu yüzden ayrıntıya girilmeyecektir.

Tablo 7. Banka Kredileri (Milyar TL)

	<i>Mevduat Bankaları Top.(1)</i>	<i>Yatırım ve Kalkınma Bank. Top.(2)</i>	<i>Toplam 1978=100 (3)</i>	<i>% Artış (4)</i>
1978	274	78.9	100.0	
1979	386.3	103.4	138.8	% 38.76
1980	655.6	131.5	160.7	% 15.83
1981	1186.8	207.5	177.1	% 10.21
1982	1587.2	325.3	137.2	-% 22.57
1983	2187.3	397.1	135.1	-% 1.48
1984	2784.6	537.3	128.5	-% 4.88
1985	4222.6	610.1	145.5	% 13.18
1986	7516.8	989.6	176.0	% 20.99
1987	12191.2	1305	158.7	-% 9.86
1988	17213.7	2504.9	146.1	-% 7.91
1989	27986.4	3894	161.7	% 10.66
1990	50185.1	4681.2	172.1	% 6.45
1991	76937.9	10106.3	158.6	-% 7.82
1992	137695	14124	174.4	% 9.94
1993	266771.6	23523.9	191.2	% 9.63

Kaynak: TCMB, *Aylık İstatistik Bülteni*, Şubat 1994, s.16

(3) = (1)+(2) ,

(4): (3)' ün artış yüzdesi

Dikkati çeken bir başka nokta, yatırım ve kalkınma bankalarının verdiği kredilerin oranının sürekli azalmasıdır. 1978 'de yatırım ve kalkınma bankalarının sunduğu kredi hacmi mevduat bankalarınınkinin % 28.8 'i iken, bu oran 1993' te % 8.8' e düşmüştür. Firmalar, uzun vadeli fon bulabiliyorlarsa bunun mantukken iki kaynağı olabilir; Ya ticari bankaların verdiği kredilerin vadesi uzamış olmalıdır ya da firmaların borçluluk oranları düşmüş, dolayısıyla özkaynaklara ve bilanço kârına yönelmiş olmalıdırlar.

Tablo 8.Firmaların Mali Yapısı

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Kısa vad. borç (1)	47.1	48.8	46.4	44	40.5	39.5	42.8
Uzun vad. borç (2)	16.8	16.2	16	16.1	14.9	16.2	16.8
Öz sermaye * (3)	27	24.8	24	26.4	31.4	31	30.1
Bilânço kârı (4)	9.1	10.2	13.6	13.4	13.2	13.3	10.2
1 / 2	2.8	3.0	2.9	2.7	2.7	2.4	2.5
(1+2) / (3+4)	1.8	1.9	1.7	1.5	1.2	1.3	1.5

Kaynak: Önder vd., 1993, s. 151.

* Değer artış fonu dahildir.

1985-1991 yılları arasında uzun vadeli borçlar hemen hemen sabit kalırken kısa vadeli borçlar 1986-1990 yılları arasında % 19 azalır, fakat 1991 yılında bir önceki yıla göre % 8 artar.⁵⁴ Böylece toplam olarak % 11 azalmış olur. Kısa vadeli borçların azalması 1987 yılında bilanço kârının artmasından kaynaklanırken daha sonraki yıllarda özsermaye kullanımından kaynaklandığı görülür. Çünkü 1987 sonrası bilanço kârı sürekli azalır. Bilanço kârının mali yapıda oranı sözkonusu yıllarda toplam % 12, özsermaye oranı ise % 11 artar (bknz. Tablo 8) Borç bileşimi kısa vadeli lehine değişir ve borçlanmaya kıyasla özkaynaklara ve bilanço kârına başvurma ağırlık kazanır.

Belirsizlik ve kamu kesimi borçlanma gereği nedeniyle, liberalizasyon sonrası bankacılık kesiminde piyasaya girmekte varolan engeller hem kredi sunan hem kredi talep eden açısından azalmaz. Bankacılık kesiminin oligopolistik karakterinin, kredi verirken kefil istenmesi gereğinin ve borç veren-borçlu arasındaki asimetrik bilginin azaldığı,⁵⁵ buna karşın küçük firmaların kredi alabilmekte büyük firmalara göre daha şanssız olduğu görülmektedir.(Horne ve Akyüz, 1984, chap. 10,s. 29) . Bu yüzden liberalizasyonun tayinlanmayı ortadan kaldırdığı söylenemez.

Ekonomik belirsizlik bankaların fonlarını plase etmekte kararsız kalmasına ve kredi vermektense getirisi garantili varlıklara (örneğin devlet tahvilleri ve döviz tutulması) yatırımları sonucunu doğurur. Belirsiz bir ortamda kredi müşterisinin mali zorluk içine girmesi tahmin edilir bir durumdur. Büyük firmalara yine bir ölçüde güven duyulmasına rağmen özellikle küçük işletmelere alabildiğine temkinli yaklaşılır (Horne ve Akyüz, 1984, chap. 10,s. 19).

⁵⁴ Bu durumun bilânço kârının düşmesinden kaynaklandığı görülmektedir.

⁵⁵ Bankaların yapısındaki değişime bu kadarla değinilecektir.Daha fazla ayrıntının başlı başına başka bir çalışmanın konusu olur. Bu yüzden sadece kredi hacmindeki değişim konuya dahil edilecektir.

Türkiye’ de genel olarak firmaların borçluluk oranı yüksektir. Fakat küçük firmaların özkaynakları da sığdır. Bu yüzden istikrarlı bir ekonomik ortamda, iyi seçilmiş bir faaliyet alanında düzenli kazanç elde etmedikçe banka kredisi alma olanakları sınırlıdır.

4.2 Dış Finansal Liberalizasyon: 1984 Sonrası

1984 yılında 30 sayılı kararla yerleşiklerin döviz bulundurmaları, bankalarda döviz tevdiat hesabı açtırabilmeleri, dövizle borç ilişkisine girmeleri, kambiyo işlem yetkisi olan bankaların kambiyo işlemi (ticaretin gerekleri ile ilgili olarak) yapmaları serbest bırakılır.⁵⁶ Böylece dış liberalizasyon kısmi olarak gerçekleştirilir.⁵⁷

Dış liberalizasyon sonrası Latin-Amerika tipi kısa vadeli sermaye girişi olmaz. Bu durum, kısmen liberalizasyon ticaret gerekleri ve yatırım teşvik belgesine sahip olma şartlarına dayandırıldığı için pekçok firmanın pazarın olanaklarından mahrum kalması kısmen bankaların borç ilişkisine girmekte ve uluslararası kuruluşların kredi açmakta isteksiz davranmaları ile açıklanır (Ekinci ve Altunkemer, 1992, s.8). Yine de (1984 yılındaki net kısa vadeli sermaye çıkışı dışında) 1987 yılına dek süren mütevazı bir sermaye girişi gözlenir. 1989 yılında ise \$ 584 milyon (1984 yılından da fazla) sermaye çıkışı gerçekleşir (bknz. Tablo 9).

1984-87 yılları arasında Merkez Bankası ’nın net dış varlıklarında azalma görülür. Dış yükümlülükler dış varlıklardan hızlı artmıştır.⁵⁸ Dış liberalizasyon sonrası ağırlık kazanan eğilim yurtdışında varlık edinme değil yurtdışından borçlanma olmuştur.

1987’ den sonra ise varlıkların artış hızı yükümlülüklerden fazladır, 1990 yılından sonra da dış varlıklar dış yükümlülüklerden fazladır. Net dış varlıklar 1980-87 yılları arası % 890 azalır, 1993 yılında ise 1987 yılına göre % 412, 1980 yılına göre % 319 artar.

1989 yılından itibaren yurtdışında edinilen varlıklar hızla artmıştır. 1992 yılına gelindiğinde 1989 yılına göre % 110 artış vardır. Kısa vadeli dış varlık edinilmesinin böyle hızlı bir şekilde artması sermaye kaçışının belirtisi olabilir.

⁵⁶ Döviz kuru sözkonusu olduğunda; önce bankalara Merkez Bankası’ nın saptadığı limitler içinde döviz kuru belirleme imkanı, daha sonra Haziran 1985’ de serbestlik tanınır.

⁵⁷ 30 sayılı kararla döviz taahhütlerinin en az % 20’ si için döviz varlıklarında karşılık bulundurmak zorunluluğu getirilmiş ve döviz varlıkları ile döviz taahhütleri arasında belli oranlar gözetilmesi zorunlu kılınmıştır.

⁵⁸ Hem dış varlıklar hem de dış yükümlülükler dönem boyunca artar, bkzn. Önder vd., 1993, s. 143.

Dış serbesti ile 'Tahtakale' nin konumunu geriletmek, tasarrufların kamu otoritesinin hakim olduğu yapı içinde değerlendirilmesini sağlamak ve sermaye kaçışını engellemek amaçlanmıştır. Döviz tevdiat hesabı açılmasına izin verilmeden önce bireylerin döviz birikimleri yastık altındaydı. Döviz Tahtakale piyasasından elde ediyorlardı. Ayrıca sermaye hesabı libere edilmediği halde kanundışı yollardan sermaye kaçışı sürüyordu. Eğer bireylerin döviz bulundurup bankada tutmalarına izin veriliyorsa faiz geliri elde etmek için döviz bankaya mevduatı olarak tutmayı tercih ederler. Bu durumda hem kurumsallaşmamış piyasanın konumu geriletilebilir hem de atıl döviz varlıkları kullanıma girer

Yurtiçi ekonomide özel sektörden kamu kesimine ve yurtdışından yurtdışına kaynak transferinin sürdürülebilmesi ekonominin başlıca sorunlarından (Rodrik, 1990b, ss. 183-184). Dış borç stokunu eritebilmek ve yurtiçi toplam tasarruf-yatırım açığını finanse etmeyi sürdürebilmek için kamu kesimi yurtdışına kaynak aktarımını sağlamak zorundadır.

Dış borç geri ödemeleri 1987 yılına kadar kaynak gereksinmesinin başlıca nedenidir. 1987 sonrası yurtdışına kaynak aktarmayı sürdürebilmek için iç borçlanmaya ağırlık verilir. Fakat özellikle dış finansal liberalizasyon sonrası döviz TL' ye alternatif olarak bireylerin portföyünde geleneksel yatırım araçlarından öncelikli bir yere sahip olunca iç borçlanmanın maliyeti artar. Para ikâmesini engellemek ve kamu kesimine kaynak aktarabilmek için giderek daha yüksek faiz haddi sunulur. Böylece durum 1987 sonrası ikili transfer sorununa dönüşür. İç borçlanma, amacı kaynak sağlama iken kaynak gereksinimini artırmaya başlar. Kamu kesiminin hem yurtdışına hem yurtiçine kaynak aktarma zorunluluğu ortaya çıkar. Böylece bir kısır döngüye girilir.

Bir diğer sorun, döviz gelirinin özel sektör tarafından elde edilip borçların devlet tarafından ödenmesidir. Sürecin işlemesi özel sektörden kamuya döviz akışının kesilmemesine bağlıdır. Ancak döviz eğer bankacılık sistemi içinde değerlendirilmiyorsa Merkez Bankası' nın ihracatçı döviz haricinde döviz elde etme imkanı kalmaz. Dövizin bankalarda bulundurulması, kamu otoritesinin elindeki munzam karşılık oranı gibi araçlar sayesinde kamu kesimine döviz akışını garanti eder. Kamu otoritesinin gerektiğinde döviz rezervini takviye edebilmesi bakımından dövizin bankacılık sisteminde değerlendirilmesi önemlidir.

Dış serbesti süreci kendi içinde istikrarsızlık taşır. Ulusal paranın değeri enflasyon karşısında korunamadığından ve enflasyona endeksli devalüasyonlarla TL döviz karşısında sürekli değer kaybettiği için bireyler döviz tutmayı tercih ederler. Döviz tevdiat hesabı açılmasına izin verilmesi para ikâmesinin temel nedeni değildir. Fakat serveti döviz olarak tutmanın getirisinin yüksek olmasının yanısıra

döviz üzerinden faiz geliri olarak elde edilen çifte kazanç (hem faiz geliri, hem kur getirisi) ve belirsizlik bireylerin tasarruflarını dövize çevirerek bankalardaki döviz hesaplarında tutmalarının gerekçesini oluşturur. Döviz tevdiat hesaplarının varlığı da para ikâmesini teşvik etmeye başlar.

1980 'lerde , kimi kısa dönemler istisna olmak üzere, TL ' nin yabancı para birimleri karşısında değer yitirmesi alışıldık bir olgu haline gelir. Bu yüzden TL ' nin değerinin aşınması beklentisi de bireyleri döviz tutmaya teşvik eder. Sırf böyle bir beklentinin oluşması ve spekülâtorlerin (aslında artık herkesin) aynı beklentilerle aynı yönde işlem yapmaları bu beklentiyi gerçekleştirmeye yeterlidir.

Döviz tevdiat hesapları yürürlüğe konduktan bir yıl sonra % 173 artış kaydeder⁵⁹. En düşük artış oranı 1989 yılında % 46 ile gerçekleşir. 1991 'de tekrar artar, 1993 yılına gelindiğinde artış oranında biraz azalma ile % 126 artış kaydedilir. 1979 yılından itibaren para arzının başka hiçbir bileşeninde bu kadar yüksek artış oranları görülmez.

Para ikâmesi, finansal kurumlar tarafından⁶⁰ ya da bireyler tarafından reel gelirlerini korumak ve kur kazancı elde ederek ekonomik konumlarını iyileştirmek amacıyla gerçekleştirilir.

Bireyler tarafından gerçekleştirilen para ikâmesine dönemsel olarak bakıldığında; 1984-88 yılları arasında belirgin olduğu, 1988 sonrasında faiz hadlerinin serbest bırakılması ile görece duraksama dönemine girdiği, 1990' ların başında ise tekrar hızlandığı görülür (bkz. Tablo 1). Çünkü ikâmenin hızlandığı belirtilen dönemlerde döviz tevdiat hesaplarında belirgin bir kabarma görülür.⁶¹ belirtilen dönemlerde İlk iki dönemde para ikamesinin seyri devalüasyon oranı ile aynı çizgidedir (Güçer, 1994, s. 60). Dolayısıyla enflasyon-devalüasyon-dolarizasyon dizgesinin geçerli olduğu öngörülebilir.

30 sayılı karar öncesinde, bankalar döviz varlıklarının % 20 sini Merkez Bankası' na devretmek zorundadırlar. 1984 ' te bu zorunluluk kaldırılınca 1985 yılında kamuya döviz akışı tamamen durur. Çünkü kurumsal para ikamesi sözkonusudur. Devalüasyon beklentisi içindeki bankalar varlıklarını döviz

⁵⁹ Kredi mektuplu döviz tevdiat hesaplarının hareketinde belirgin bir trend görülmez.

⁶⁰ Kurumsal para ikamesinin nedeni, bankaların ellerindeki döviz prim yapacağı beklentisiyle Merkez Bankasına satmaya yanaşmamalarıdır.

⁶¹ 1. bölümde de belirtildiği gibi; döviz tevdiat hesaplarındaki artış, sermaye kaçıışı ve yastık altında tutulan dövizdeki artışın yanısıra para ikâmesinin görüntüsünü, hatta diğer ikisinden daha belirgin bir görüntüsünü oluşturur.

varlıklarını elden çıkarmaya yanaşmazlar. Döviz akışının kesilmesi 1986 yılı başında munzam karşılık oranının tekrar yürürlüğe konmasını gerektirir

(Altınkemer ve Ekinci, 1992, s. 12).

1987 ' de düşük gerçekleşen enflasyon nedeniyle faiz hadleri düşürülür. Dış liberalizasyon sonrası birbirinden bağımsız bir faiz ve döviz kuru politikası izleme olanağı kalmaz. Düşürülen faiz haddi, ekonomik ajanları (hanehalkları, firmalar ya da finansal araçlar) portföylerinin getirisini artırmak amacıyla TL tutmaktan vazgeçmeye teşvik eder. Böylece hızlanan para ikamesi, enflasyonu kontrol altında tutma amacı güden ve kamu açıklarını borçlanarak finanse eden kamu otoritesini faiz haddini yükseltmeye zorunlu kılar. Ağustos 1987' de düşürülen faiz oranları Ekim 1987' de yükseltilmeye zorunlu kalınır ve para ikâmesi tersine döner (Ekinci ve Altınkemer, 1992, s. 18) .

4.2.2 32 Sayılı Karar

1984 yılında 30 sayılı kararla getirilen kısmi dış liberalizasyon, Ağustos 1989' da 32 sayılı kararla tamamlanmıştır. Yurtdışında ve yurtiçinde döviz ve TL cinsinden borçlanma ve borç verme, varlık edinme, kazanç transferi , menkul kıymetlerin yurda giriş-çıkışı ve yurtdışına döviz ve TL transfer etmek tamamen serbesttir.⁶² TL ve döviz ile yapılan işlemlerde yerleşik olma-olmama, işlemin yerleşikler açısından borç ya da alacak işlemi olması ya da işlem yapılan paranın ulusal para birimi olup olmaması farklılık arzetmez.

32 sayılı kararda 30 sayılı kararla getirilen kimi uygulamalar daha serbestleştirilir. Özellikle yurtdışına döviz transferinde varolan miktar kısıtlamaları kaldırılır.⁶³ 30 sayılı kararda kambiyo işlem yetkisi bazı bankalara mahsus iken 32 sayılı kararla bu kısıtlama kaldırılır. Yerleşiklerin yurtdışından borçlanabilmeleri için yatırım teşvik belgesine sahip olma zorunlulukları yoktur Öte yandan, varolan kısıtlamalar kaldırırken yapısal boşluklar ve kayıtdışı ekonomi de denetim altına alınmaya çabalanır. 30 sayılı kararda yeralan "getirilen dövizin menşei araştırılmaz" ibaresinin 32 sayılı kararla birlikte kaldırılması ve \$ 10,000 'ı aşan

⁶² Sadece \$ 50,000 ' ı aşan döviz transfer talepleri bakanlıkça incelenip sonuçlandırılacağı şartı vardır.

⁶³ Örneğin yurtdışına Türkiye'de yerleşik ve dışarıda yerleşik kişilerce transfer edilebilecek azami döviz tutarı 30 sayılı karara göre \$ 3000 iken 32 sayılı kararda bu sınır kaldırılmıştır. Pek çok benzer kısıtlamalarda da böyledir.

döviz satışlarında kimlik tespiti yapılması zorunluluğu ise kayıtdışı ekonomiyi dizginleme isteğini akla getirir.”

Yerleşik kişilere herhangi bir kısıta bağlı olmaksızın yurtdışında ve yurtiçinde döviz kredisi temin etme izni verilir. Kısıtlamaların kaldırılması, TL’ nin değerinin aşınmasının ve para ikâmesinin belirginleşmesini sağlar. Fakat bu durum varolan bir olgunun belirginleşmesinden öte para ikâmesinin nedenlerinden biri de olabilir. Çünkü yabancı bir para birimi cinsinden kredi kullanılması yapısal bir döviz talebi yaratır. Döviz kredilerinin ödenmesi için, diyelim her ay, belli miktarda döviz talep edilir. Bu yüzden döviz talebinin belli bir kemikleşmiş minimum miktarı oluşur. Üstelik ekonomide belirsizliğin artması vb. nedenlerle bu minimumun üzerinde de döviz talep edilecektir. Döviz talebi sürdükçe TL’ nin değerindeki aşınmanın önüne geçmek kolay değildir.

Aynı şekilde, kurumsal para ikâmesine de uygun ortam vardır. Bankalar görünmeyen kalemlerden doğan alacaklarını istedikleri gibi tasarruf etmektedirler. Görünmeyen kalemlerin diğer döviz varlıklarının tabi oldukları yükümlülüklerle tâbi olmamaları, bankaları diğer kalemlerden doğan alacaklarını da görünmeyen kalemler sonucu oluşmuş gibi muhasebeleşirmeye teşvik eder. Gerçi kurumsal para ikâmesi eğilimini güçlendiren güdü sürekli devalüasyon ve döviz varlıklarını elde tutmakla gelecek dönem servetinin büyütülebileceği beklentisidir. Bu durumda mevduat munzam karşılıkları gibi yaptırım gücü olan araçlarla döviz akışı sağlanabilir. Ancak gelir kalemlerinden birine ayrıcalık tanınması vergiden kaçınmaya imkân verir.

1989 sonrası, ekonomik istikrarsızlık, dengesizlere özen gösterilmemesi durumunda daha fazla mümkündür. Çünkü temel göstergelerde olumsuz bir gelişmeye verilecek yanıt para ikâmesi ve sermaye kaçışıdır ve çok kısa sürede de gerçekleşir.

⁶⁴ Ayrıca çeşitlenen finansal aktiflerle yapılacak işlemlerde uygulanacak prosedürü düzenleme, kambiyo işlemlerini bankaların yanı sıra devletin kontrol edebileceği başka kurumlara da (örneğin 1991 yılında PTT ye) yükleyerek kurumsallaşmış piyasanın çapını genişletip Tahtakale’ nin hacmini daraltma çabası belirgindir.

4.2.3 32 Sayılı Karar Sonrası

32 sayılı kararın hemen öncesi ve sonrasında gelişmeler nelerdir ?

1989 öncesi kısa vadeli sermaye hareketlerinde belirgin bir çizgi göze çarpmaz. Ancak 1990 yılında \$ 4,037 milyon gibi yüksek bir oranda net sermaye girişi vardır (bknz. Tablo 9). Bu durum cari işlemler bilançosu açık vermesine rağmen net dış varlıklar artışı aracılığıyla para arzının bileşenlerinde sıçramaya neden olur (bknz. Tablo 10). Emisyon, M1 ve M2 de 1989 yılında sırasıyla % 88, % 96 ve % 75 artış vardır.

Para arzını parasal taban ve para çoğaltanı belirler (Keyder, 1988, s. 152). Net dış varlıklar, kamudan net alacaklar⁶⁵, mevduat bankalarına açılan krediler ve net diğer kalemler parasal taban yoluyla para arzını etkileyen değişkenlerdir.

Mart 1989'da Hazine ve Merkez Bankası kısa vadeli avansların sınırlandırılması konusunda anlaşmaya varırlar (Altunkemer ve Ekinci, 1992, s. 19). Gerçekten de kamuya açılan kredilerde 1989-90 yıllarında ciddi daralma görülür.⁶⁶ Bankalara açılan kredilerde belirgin bir hareket olmadığı gözönüne alınırsa sermaye hareketlerinin liberalizasyonu sonucunda net dış varlıklar aracılığıyla para arzında artış olduğu anlaşılır.⁶⁷

Tablo 11. Parasal Tabanı Etkileyen Kalemler (Milyar TL)*

	<i>Net Dış Varlıklar</i>	<i>Kamuya Açılan Krediler</i>	<i>Bankalara Açılan Krediler</i>	<i>Diğer Kalemler</i>
1980	-683.3	1081.7	281.3	-42.4
1981	-1065.7	1848.2	424.7	-95.6
1982	-1199.8	2097	518.4	-66.8
1983	-1874.8	3160.9	716.9	-3.8
1984	-2286.2	4731.1	554.5	94.2
1985	-3266.8	6541.1	419.3	253.3
1986	-4286.2	9836.2	736.5	146.4
1987	-6768.6	15415.5	1916.8	212
1988	-6605.1	24200.9	3019	-286.9
1989	-2430	28304	3065.2	-470.2
1990	91.8	30888.5	5156.3	-1491.8

⁶⁵ Kamudan net alacaklar= Hazineye verilen kısa vadeli avanslar+Katma bütçeli İdareler ve KİTlerin finansman açığını kapatmak için aldıkları krediler (Keyder, 1988,s.22)

⁶⁶ Ancak daha sonra bu politika terkedilerek 1991 yılında 1990 yılına göre % 337 artış kaydedilir.

⁶⁷ Saracoğlu, TCMB'nin 1991 yılı hissedarlar toplantısında 1989 yılında enflasyonun yükselmesinin nedenleri arasında enflasyonist beklentiler ve düşük tarımsal üretimin yanısıra ödemeler dengesi fazlasından kaynaklanan para arzı artışını sayar.

	<i>Net Dış Varlıklar</i>	<i>Kamuya Açılan Krediler</i>	<i>Bankalara Açılan Krediler</i>	<i>Diğer Kalemler</i>
1991	1903.3	52919.8	5250.5	-2388.3
1992	13151	92708.5	9712.5	-1184.3
1993	21144.2	137027.4	18746.8	-1748.4

Kaynak: TCMB, *Aylık İstatistik Bülteni*, Şubat 1994, s.10

* 1988 yılına kadar dönem sonu . 1989 yılından sonra haftalık verilerin aylık ortalamasıdır.

1990 yılında \$ 3 milyar kısa vadeli sermaye girişi görülür.⁶⁸ % 70' i alınan kısa vadeli kredilerden kaynaklanır. Kalanı mevduatlardaki artıştır. 1991-92 yıllarında mevduatta azalma görülür. Kredilerdeki artış daha düşük oranlarda sürer.

1984-89 dönemi incelendiğinde kredilerin hemen her zaman mevduatlardan mutlak değer olarak daha büyük olduğu, dolayısıyla yükümlülüklerin gelişimini daha çok etkilediği görülür.

Kısa Vadeli Yükümlülüklerde Alınan Krediler/Mevduatlar Oranı (Mutlak değer olarak)

<i>Yıllar</i>	84	85	86	87	88	89	90	91	92
<i>Alınan Krediler/ Mevduat</i>	9.0	2.8	7.0	2.2	10.5	4.5	2.8	0.6	15.9

Kaynak: Tablo 9.

1988-89 yıllarında alınan krediler geri ödenir. Belirtilen yıllarda cari işlemler fazlası vardır. Buna ek olarak mevduatların artmasına rağmen kredi hacminin mevduatlardan mutlak değer olarak sırasıyla 10.5 ve 4.5 kat fazla olması \$ 890 milyon ve \$ 2,762 milyon rezerv azalması sonucunu getirir.

Yurtdışında edinilen kısa vadeli varlıklarda 1990'da 1989'a göre 29 kat, 1991'de 92 kat, 1992'de 111 kat artış⁶⁹ görülür. 1986-87 ve 1989 yılları dışında varlıkların her zaman mevduat bileşeni ağırlıklıdır. Verilen krediler oranca düşüktür. Ancak özellikle 1989 yılında, o zamana dek en fazla mevduatlardan 8.2 kat fazla olmasına rağmen ani bir artış göstererek mevduatların 20.5 katına ulaşır. 1989-90 yıllarında verilen krediler azalır. 89 -90 yıllarında kredi geri ödemesi görünürken,

⁶⁸ Esas olarak kısa vadeli sermaye hareketlerini ele alacağımdan doğrudan yatırımların 1989'dan artış gösterdiğini, portföy yatırımlarının belirgin bir trend izlemediğini belirtmekle yetineceğiz.

⁶⁹ Dolar cinsinden hesaplanmıştır.

1991 yılında 2 milyar dolar tutarındaki kısa vadeli sermaye çıkışının % 70' ini edinilen dış varlıklar, kalanını alan krediler oluşturur.

Kısa Vadeli Yükümlülüklerde Verilen Krediler/Mevduatlar Oranı (Mutlak değer olarak)

Yıllar	84	85	86	87	88	89	90	91	92
Verilen krediler/Mevduat	0.5	0.7	4.2	8.2	0.8	20.5	0.3	0.5	0.2

Kaynak: Tablo 9.

Sermaye hesabı liberalizasyonu sonrası, varlıklar ve yükümlülüklerde hareketlilik görülür. 1990 yılında yurtiçine giren \$ 3,000 milyon sıcak para, bir yıl sonra \$ 3,020 milyon olarak yurtdışına çıkar.

Cari işlemler açığı ve sermaye çıkışı nedeniyle, istisnalar hariç, rezervler sürekli erir. 1984-87 yıllarında rezerv erimesinin temel nedeni cari işlemler bilançosu iken izleyen yıllarda sermaye ihracı da nedenlerden biri haline gelir. 1991 yılında rezerv hareketi hariç sermaye çıkışı \$ 2,397 milyon'dır.

1989 sonrası özel kesim yurtdışından artan oranda borçlanır. Fakat örtük olarak bu da kamu kesiminin borcudur. Devlet tahvilleri ve hazine bonoları (son dönemde borç yükü artışı için özellikle hazine bonoları) bankalar için garantili bir yatırımdır. Kamunun sunduğu faiz haddi, para ikâmesini önlemek amacıyla dövizin getirisinden yüksek belirlenir. Yurtdışından ucuza borçlanıp yurtiçinde hazineye pahalıya satmak kârlı bir yatırımdır.⁷⁰ 1993 yılı Eylül ayı itibarıyla toplam kısa vadeli dış borcun % 56'sını ticari bankaların borcu oluşturur (Sonat, 1994, s. 5). Dış borç faiz gideri dünyada faiz oranlarının düşmesi nedeniyle azalır, fakat iç borçlanmanın maliyeti fazlasıyla artarak 3-aylık hazine bonusu yıllık bileşik faizi 1993 yılında % 85.54'e yükselir (Sonat, 1994, s.10). Sermaye hesabının serbestleştirildiğinde kamu kesimi finansman açığının kapatılamaması ve yurtdışından borçlanan özel sektörden giderek yüksek faiz oranlarında kısa vadeler için borçlanması kamu kesimi üzerine ağır yük getirmiştir. Kamu kesimi finansman açığının varlığı iç liberalizasyonla çeliştiği kadar dış liberalizasyonla da gelişir.

⁷⁰ 1989 yılından sonra devalüasyon hızı da yavaşladığından kendi finansmanları için de dışarıdan borçlanmak uygundur. Fakat borçlanmışken işletme gereklerinden fazla borçlanıp yurtiçinde yüksek faiz getirecek bir yatırım aracına yatırmak da akılcıdır.

4.3 Çelişkiler

Liberalizasyona yönelik adımlar bazı açılardan ekonominin koşullarıyla ve varolan koşulları iyileştirmek için yapılması gerekenlerle çelişmektedir. Liberalizasyondan yatırım için daha fazla kaynak yaratması ve büyümeyi hızlandırması beklenirken ekonomik politikadaki kısıtlar nedeniyle aksine varolan kaynaklar erimektedir.

Öncelikle ekonominin borç sorunu vardır. Yurtiçinden yurtdışına transferi sağlamak için yurtiçi ekonomide özel kesimden kamu kesimine kaynak transferi gereğine değinilmişti. Borcun iç ve dış borç olarak dağılımına bakıldığında iç borcun hızla artarak 1979 yılında % 65.7 'den 1991 yılında toplam net borcun % 95.8 ini oluşturduğu görülür. Liberalizasyon sonrası borçlanmanın maliyeti artmıştır. Bu durumun varlığına rağmen borçlanma gereği sürdüğünden borç daha da artar . İlk elde ekonominin borç yükünün liberalizasyonla çeliştiği söylenebilir.

Tablo 12.İç borç- Dış borç dağılımı (%)

	1979	1980	1983	1987	1989	1991	1992	1993*	1994**
Dış borçlanma (net)	34.9	27.6	16.6	44.2	15.3	4.2	14	5.4	4.5
İç borçlanma (net)	65.1	72.4	83.4	55.8	84.7	95.8	86	94.6	95.5

Kaynak: Öner, 1994, s. 24

* Tahmin

** Program

Borçluluk kamu kesimine kaynak aktarımını gerekli kılar. Kamuya kaynak aktarımı enflasyon vergisi salınması ya da iç borçlanma yoluyla olabilir. Liberalizasyon sonrası kamu kâğıtlarına daha yüksek faiz sunumu gerektiği için borçlanmanın maliyetinin artacağına daha önce değinilmişti. Enflasyon vergisi toplanması ise liberalizasyon ile bir arada yürütülemez. Çünkü enflasyon vergisi toplayabilmek için parasal tabanın GSMH' a oranının artması gerekir. Oysa libere edilmiş bir ekonomide parasal taban artışından kaynaklanan enflasyon para ikâmesi ya da sermaye kaçıışı ile sonuçlanır. Senyoraj geliri parasal tabanın GSMH' a oranının artması sayesinde toplanır, ancak para ikâmesi de taban paraya talebi

azaltır. Türkiye’ de 1980’ ler boyunca enflasyon vergisi toplanmaya devam edildiği görülür (bknz.Tablo. 13; Grafik 4).⁷¹

İkinci bir konu, aramalları ithal edebilmek ve üretimi sürdürerek büyümeyi sağlamak için gerekli olan kaynağın yaratılmasıdır. Bunun için ihracat artırılmalıdır. Cari işlemler dengesinin hizmetler kalemi, tek yanlı transferler ve sermaye hesabı fazlası da kaynak olarak kullanılabilir. Fakat tek yanlı transferler hariç, borç yükü getiriler. Bu yüzden ihracat gelirini artırarak yurtdışından kaynak aktarmak tercih edilir.

Ihracat geliri, eğer üretilen mallar farklılaştırılmış değilse, rakip mallara karşı fiyat karşılaştırması ile üstünlük sağlanarak artırılabilir. Bunun için ya maliyetler ya da ticaret yapılan ülkenin para birimi cinsinden⁷² malın fiyatını düşürülür. Türkiye’ de her iki yol da izlenmiştir; hem ücretler reel olarak düşürülmüş hem de sürekli devalüasyon yapılmıştır. Ancak devalüasyon politikası dış borç yükünü ağırlaştırır. Üstelik ekonomide aramal ithalatı gereksinimi de olduğu için ithalatın kısılmasının sınırı vardır. Bu yüzden devalüasyon nedeniyle ithalat da pahallanır. Sürekli devalüasyon politikası, ihracatı artırma amacına hizmet ederken beraberinde maliyet de yükler. O yüzden sürekli devalüasyon dış borç yükünün varlığı halinde tercih edilir bir politika olamaz.

Devalüasyon ile ilgili bir diğer nokta, -ithal mal talebinin yeterince kısılamaması, dolayısıyla maliyet yüklemesi bir tarafa - bu sayede dış ticaret dengesi iyileştirilebilmesine rağmen sermaye hesabı libere edilmiş bir ekonomide sermaye hesabı üzerindeki etkisinin olumsuz olmasıdır. Faiz arbitrajı koşulundan hareketle, (uluslararası karşılaştırmalı faiz hadlerinin değişmediği varsayımı altında) devalüasyonun yurtdışı finansal varlıkların getirisini yurtiçi varlıklar aleyhine artıracığı ve sermaye kaçışına neden olacağı öngörülebilir. Bu yüzden resmi sermaye hareketlerinden kaynaklanan dış borç stokunu ve faiz yükünü artırırken devalüasyonun özel mali sermaye kaçışına neden olması nedeniyle yüklediği maliyet vardır.⁷³

Kesimlerarası kaynak transferinin yanı sıra, ekonomide yaratılan döviz kazancının da dış borçları ödemek için kamu kesimine akışının durmaması gerekir.

⁷¹ Enflasyon vergisinin en yüksek düzeye ulaştığı dönemlerin seçim takvimi ile uyumlu olduğunu belirtmek gerekir.

⁷² Ashında ağırlıklı dolar cinsinden denebilir, çünkü ABD Doları uluslararası bir ödeme aracıdır.

⁷³ Hatta çok özel koşullar varolmadıkça doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını dahi olumsuz etkilemesi gerekir. Çünkü şirketin yatırım yaptığı ülkenin para biriminin kendi para birimine oranla aşınması kar transferi durumunda şirket gelirinin aşınması anlamına gelir.

Dış liberalizasyon ertesi döviz, bireylerin ve kurumların portföylerinde önemli yer tutar ve ulusal paraya yakın ikâme bir finansal varlık haline gelir. İç ve dış borcu ödemek için enflasyon vergisi salınması döviz gibi getirisi yüksek likit bir finansal aktifin varlığı durumunda enflasyona neden olur. Artan enflasyon da para ikâmesine ve kamu kesimine döviz akışının durmasına neden olur.

Liberalizasyon ile çelişen ekonomik koşulları bu şekilde ayrıntılandırdıktan sonra özet olarak temel çelişkilerin borç yükünün varlığı ve üretim teknolojisi nedeniyle yurtdışına kaynak aktarma zorunluluğu olduğu ortaya çıkar.

5. SONUÇ

Finansal liberalizasyonun tasarruflar üzerinde etkisi belirsizdir. Ancak özellikle *demonetization* sözkonusu olduğunda olumlu etkilerinin belirginleştiği söylenebilir. Çünkü liberalizasyon sonrası tasarrufların alternatif varlıklar arasında ağırlığının finansal tasarruflar lehine değişmesi beklenir. Fiziksel varlıklara yatırılan servetin likiditesinin yüksek olmadığı ve firmaların borçluluk oranlarının yüksek olduğu durumda finansal tasarrufların artması etkinliği artıran bir unsurdur.

Öte yandan liberalizasyonun borçluluk ile çelişen yönleri borç yükünün artmasına neden olarak ekonomik dengeleri olumsuz yönde etkiler. Borç yükü içinde faiz giderinin ağırlığı artar. Bu yüzden liberalizasyondan öncesi varolan borç yükünü dikkate almak gerekir.

Borç yükü olmasa dahi, liberalizasyon sonrası senyoraj geliri toplamaya girişilmemelidir. İç ve dış liberalizasyon sonrası senyoraj geliri toplama çabası enflasyona ve sermaye kaçışına/para ikâmesine neden olur. Çünkü ulusal paraya alternatif likiditesi yüksek finansal varlıklar mevcuttur.

Liberalizasyon istikrarsızlığın ortaya çıkmaması için finansal kurumlar üzerinde denetimin sağlanması ve yürürlükten kaldırılan mekanizmalarının etkin denetim ile ikâme edilmesi gerekir.”

Eğer borç yükü kamuya yoğun kaynak aktarımını gerekli kılıyorsa açık daraltılana dek liberalizasyona gitmemek daha uygun olabilir. Önce dengeler düzeltilmelidir. Türkiye’ de faiz serbestisi ile birlikte dış borç alınması ve borçların liberalizasyon sonrası ödenmesi açığın büyümesine neden olmuştur.

Kamu kesimine kaynak aktarma zorunluluğunun liberalizasyon ile çelişen tarafları bir yana, Türkiye’ de özellikle seçim dönemlerinde enflasyon vergisi

⁷⁴ Amsden ve Euh, 1993.

salındığı gör÷lür (bknz Grafik 4). Bunun da enflasyonu ve paradan kaçışı hızlandırma etkileri olmuştur. Borçluluk ve liberalizasyon arasındaki çelişkiye formül getirmek güç olabilir. Ancak seçim yatırımlarının önüne geçmek mümkün olabilir.

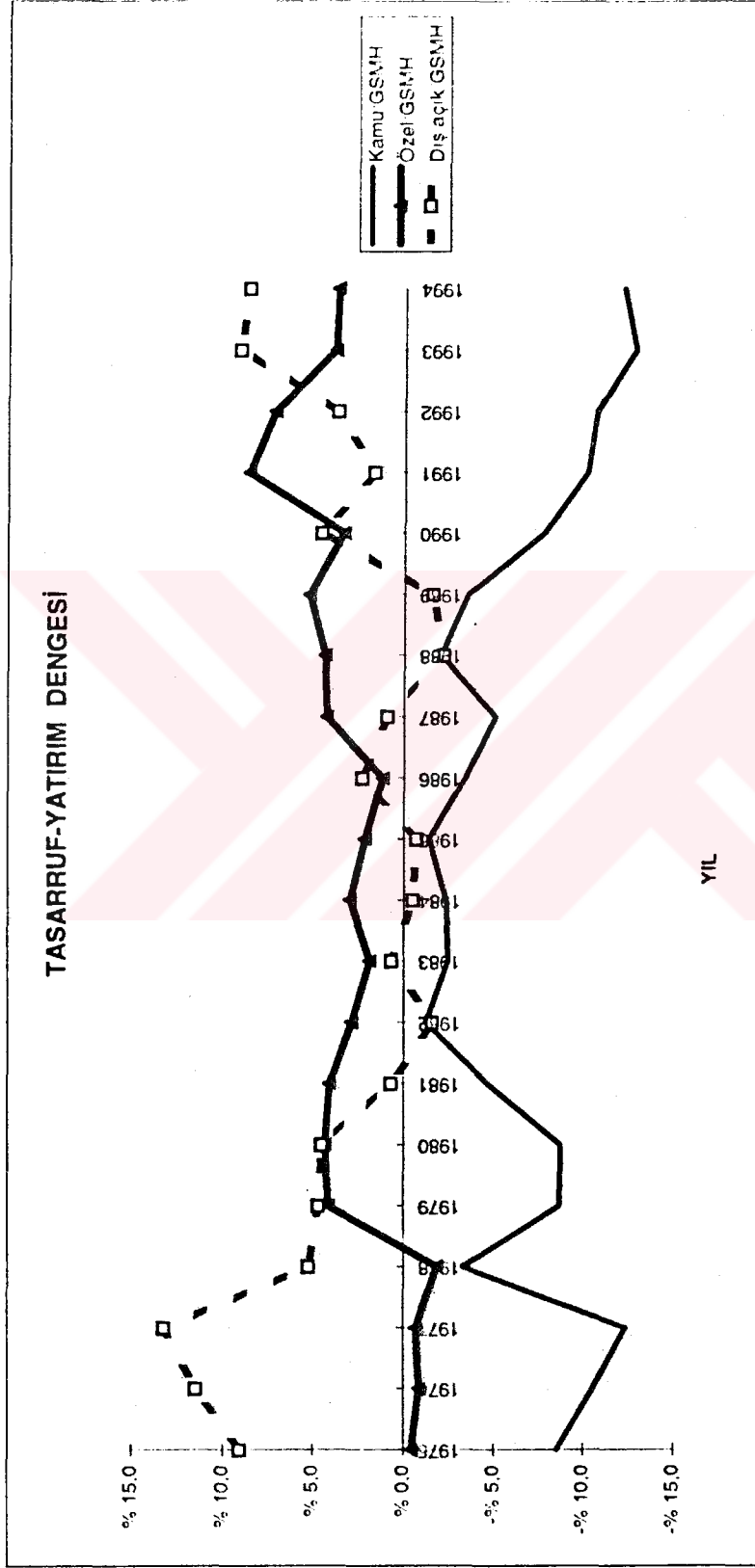


Tablo 2 . Ekonominin Yatırım-Tasarruf Dengesi
(1988 Yılı Fiyatlarıyla- Milyar TL)

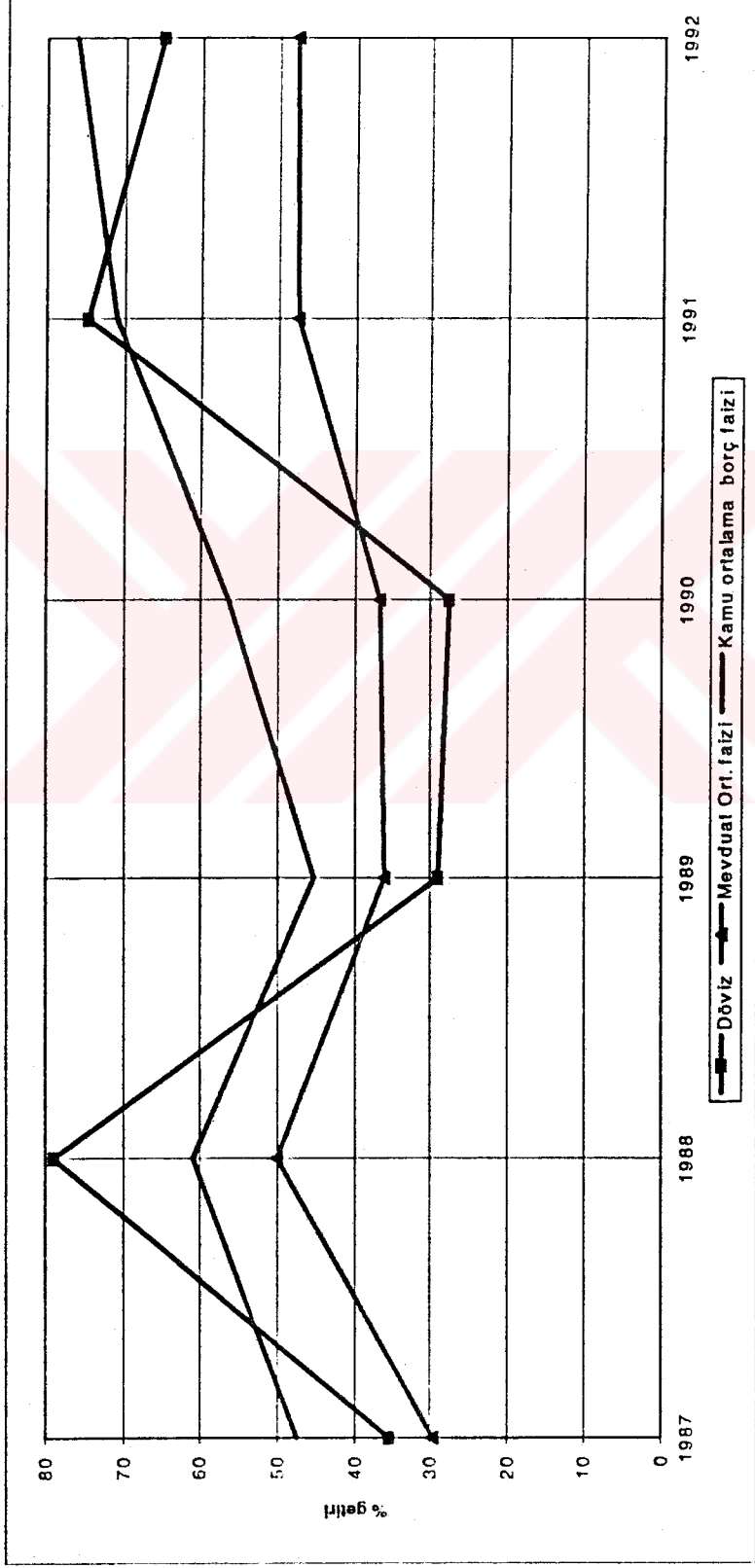
	GSMH (1)	Ig (2)	Ig/GSMH° (3)	Ip (4)	Ip/GSMH° (5)	Sg-Ig (6)	(Sg-Ig)/GSMH° (7)	Sp-Ip (8)	(Sp-Ip)/GSMH° (9)
1979	67401.2	9990.4	% 14.8	7655.9	% 11.4	-5886.6	-% 8.7	2751.4	% 4.1
1980	66682.3	11290.2	% 16.9	7645.4	% 11.5	-5839.3	-% 8.8	2853.4	% 4.3
1981	69448.6	12721.4	% 18.3	7094.6	% 10.2	-3258.7	-% 4.7	2802.9	% 4.0
1982	72605.7	10603.6	% 14.6	6707.6	% 9.2	-901.9	-% 1.2	2069.6	% 2.9
1983	75610.3	10657.1	% 14.1	7985.3	% 10.6	-1904.8	-% 2.5	1398.2	% 1.8
1984	79469.2	10471.3	% 13.2	8360.5	% 10.5	-1894	-% 2.4	2324.5	% 2.9
1985	83527	12682	% 15.2	8928	% 10.7	-1179	-% 1.4	1774	% 2.1
1986	90299	13883	% 15.4	10514	% 11.6	-3102	-% 3.4	1042	% 1.2
1987	97058	13673	% 14.1	12042	% 12.4	-4945	-% 5.1	4078	% 4.2
1988	100582	10931	% 10.9	13272	% 13.2	-2093	-% 2.1	4360	% 4.3
1989	102454	10551	% 10.3	13161	% 12.8	-3647	-% 3.6	5300	% 5.2
1990	111871	13983	% 12.5	16995	% 15.2	-8725	-% 7.8	3683	% 3.3
1991	112430	12136	% 10.8	14580	% 13.0	-11467	-% 10.2	9598	% 8.5
1992	119064	11166	% 9.4	17094	% 14.4	-12751	-% 10.7	8434	% 7.1
1993	127160	11825	% 9.3	19321	% 15.2	-16389	-% 12.9	4815	% 3.8
1994	132682	12434	% 9.4	20171	% 15.2	-16224	-% 12.2	4853	% 3.7

°- Tablodaki diğer verilerden türetilmiştir.

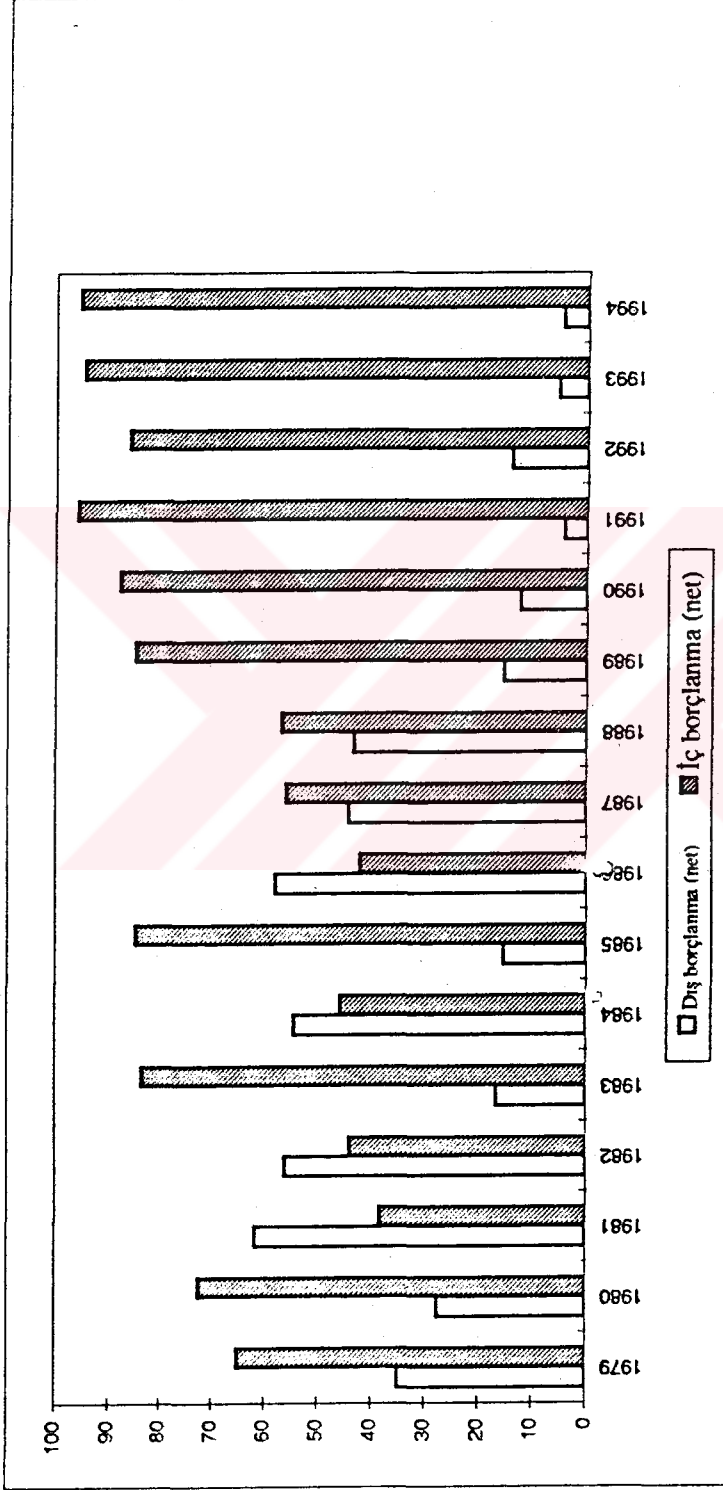
Kaynak : DPT, Basılmamış Rapor



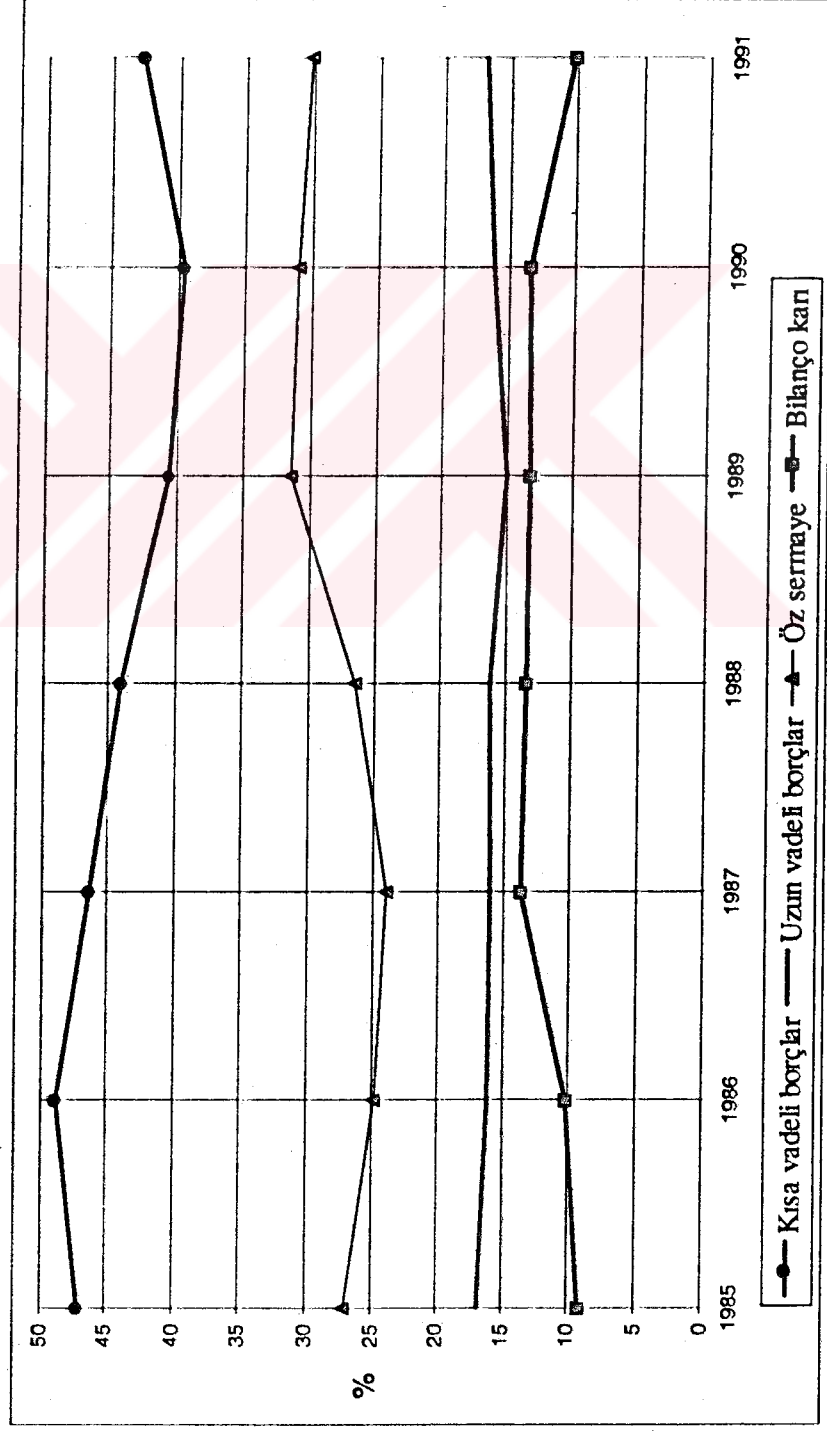
Grafik 1- Tasarruf - Yatırım Dengesi



Grafik 1. Çeşitli Finansal Araçların Getirileri



Grafik 2. Yurtiçi ve yurtdışı borçlanma göre ağırlıklar, 1979-1994 (%)
 *1993 yılı tahmin, 1994 yılı program değeridir.



Grafik 3. Özel Şirketlerin Mali Yapısı

Tablo 9. Ödemeler Dengesi

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
DIŞ TİCARET DENGESİ	-2942	-2975	-3081	-3229	-1777	-4219	-9555	-7340	-8191
CİB	-1479	-1013	-1465	-806	1596	961	-2625	258	-943
SERMAYE HAREKETLERİ (rezerv hariç)	73	1065	2124	1891	-958	780	4037	-2397	3648
DOĞRUDAN YATIRIMLAR	113	99	125	106	354	663	700	783	779
PORTFÖY YATIRIMLARI	0	0	146	282	1178	1586	547	648	2411
DIĞ. UZUN VAD. SERMAYE	612	-513	1041	1453	-209	-585	-210	-808	-938
KISA VADELİ SERMAYE	-652	1439	812	50	-2281	-584	3000	-3020	1396
REZERV HAREKETLERİ	66	-124	-790	-969	-890	-2762	-1308	1029	-1484

Kaynak: DİE, Türkiye İstatistik Yıllığı, 1993, s. 671 /1991, s. 693.

Tablo 10. Para Arzu (Milyar TL olarak)

	Dolaşımdaki para	M1	M2	Yurtiçi döviz tev. hesapları	M2Y	M3
1978	95.5	275.4	328.1			380.1
1979	144.7	427.4	510.3			588.1
1980	225.3	652.7	812.4			1002
1981	286.4	815.3	1361.7			1872.7
1982	428.2	1223.4	2351.2			2974.7
1983	569.8	1676.7	3055.8			3706.3
1984	783.3	1975.5	4837.2	281.4		5486.21
1985	1137.6	2685.6	7561.6	767.4		8451.4
1986	1649.8	4192.1	10722.4	1653.2	12375.6	11890.5
1987	2591.6	6287.8	14497.2	4068.3	18565.5	16784.9
1988	3818.7	9317.6	23965.1	7504.1	31469.2	27341.4
1989	7299.5	18256.2	46392.8	10966	57358.8	49798
1990	12209	27373.5	68764.6	18717	87481.6	73171.8
1991	18563.5	40564.9	111015.8	45532	156547.8	1175528
1992	31373	67677.1	179160.6	105669	284829.6	190779.6
1993	53933	116366	268063	238574	506637	289049

Kaynak: T.C. Merkez Bankası Aylık İstatistik Bülteni, Şubat 1994

M1=Dolaşımdaki para+Mevduat bankalarındaki vadesiz mev.+Merkez Bankası mevduatı

M2=M1+Mevduat bankalarındaki vadeli mevduat

M2Y=M2+Yurtiçi döviz tevdiat hesapları

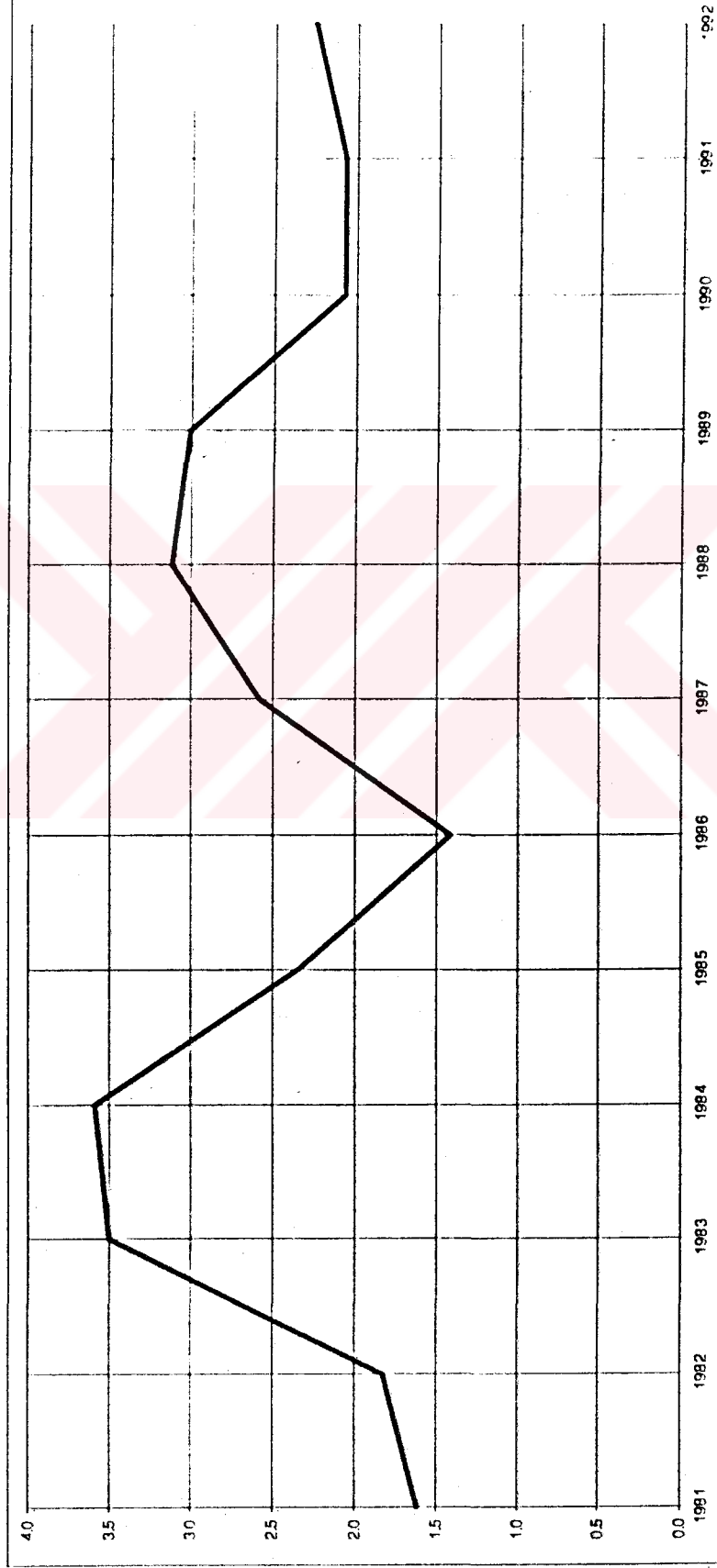
M3=M2 +Merkez bankası resmi mev. +Merkez Bankasındaki diğer mev.

Tablo 13. Senyoraj ve Enflasyon Vergisinin GSMH' a Oranı (1980-92)

	MB* (1)	GSMH* (2)	dMB (3)	Senyoraj(%) (4)	TEFE DEĞİŞİM(5)	ENFLASYON VERGİSİ (6)
1980	506.2	5362.011			94.7	
1981	787.4	8040.114	281.2	3.5	25.60	1.61
1982	1206.9	10699.45	419.5	3.9	24.80	1.83
1983	1525	14110.96	318.1	2.3	40.90	3.50
1984	2203.8	22716.08	678.8	3.0	53.50	3.59
1985	2999.3	35974.69	795.5	2.2	38.20	2.34
1986	4037.3	52063.52	1038	2.0	24.50	1.41
1987	5993.2	76612.98	1955.9	2.6	48.90	2.58
1988	11349.4	134060	5356.2	4.0	69.70	3.12
1989	16820.4	235305	5471	2.3	62.30	3.00
1990	22026.6	394200	5206.2	1.3	48.60	2.07
1991	39322.9	630785	17296.3	2.7	59.20	2.07
1992	18319.8	1072113	-21003.1	-2.0	61.40	2.25

Kaynak : Taban para (1) için TCMB, *Aylık İstatistik Bülteni*, Şubat 1994, s. 11; GSMH (2) 1980-87 yılları verileri için DİE, *Türkiye İstatistik Yıllığı*, 1991, s. 598, 1988-1992 verileri için HDTM, *Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri*, Aralık 93, s. 9; Toptan Eşya Fiyat Endeksi artışı için (5), Önder vd., 1993, s. 129
* Milyar TL

(4) = ΔMB/ GSMH, (6) = (5) * MB₋₁/GSMH, MB₋₁ : Bir dönem önceki parasal taban



Grafik 4. Enflasyon Vergisi/ GSMH

KAYNAKÇA

-----, (1984), "The Impact of Financial Reform: The Turkish Experience", J.van Horne ve Y. Akyüz (der.) *Financial Markets & Flows* içinde (Chap. 10), 2.baskı., Prentice Hall .

30 Sayılı karar, (1984), *Resmi Gazete*, 7 Temmuz 1984, Sayı 18451.

Akyüz, Y. (1984), " Financial Liberalization: The key issues", J.van Horne ve Y. Akyüz (der.) *Financial Markets & Flows* içinde (Chap.9), 2.b., Prentice Hall .

Akyüz, Y. (1990), "Financial System and Policies in Turkey in the 1980s", T.Arıncılı ve D. Rodrik (der.) *The Political Economy of Turkey: Debt, Adjustment and Sustainability* içinde, Hong Kong, The MacMillan Press Ltd.

Akyüz, Y.(1991)"Financial Liberalization in developing countries: A Neo-Keynesian Approach", *UNCTAD Discussion Papers*, No. 36

Altunkemer, M. ve Ekinci, N. K. (1992), "Capital Account Liberalization:The case of Turkey", *ASSA-MEEA Toplantısında sunulan bildiri*, 2-5 Ocak 1992, New Orleans.

Amsden, A.H.ve Euh, Y.-D. (1993), "South Korea' s 1980s Financial Reforms: Good-bye Financial Repression (Maybe), Hello New Institutional Resraints", *World Development*, Vol. 21(3).

Artun, T. (1983), *Uluslararası Bankacılık Bunalımı ve Türkiye' de " Serbest" Faiz Politikası*, İstanbul: Tekin Yayınevi.

Blejer, M. I. ve Sagari, S. B. (1988), "Sequencing the Liberalization of Financial Markets" , *Finance and Development*, Vol. 25(1).

Celasun, M. (1991), "Trade and Industrialization in Turkey: Initial Conditions, Policy and Performance in the 1980s ", *UNU-WIDER Konferansında sunulan bildiri* , 31 Ağustos- 3 Eylül 1991, Paris.

Cottani, J.ve Cavallo, D. (1993), "Financial reform and liberalization", R. Dornbusch (der.) *Policy Making in the Open Economy* içinde,1.b., New York: Oxford University Press.

DİE, *Türkiye İstatistik Yıllığı*, 1991 -1993.

Dornbusch, R. ve Reynoso, A.(1993), "Financial factors in economic development", R. Dornbusch (der.) *Policy Making in the Open Economy* içinde, 1.b., New York: Oxford University Press.

Edwards, S. (1985), "Interest Rate Determination in Developing Countries", *IMF Staff Papers*, Eylül sayısı.

Ekinci, N.K.(1990), " Macroeconomic Developments in Turkey:1980-88", *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Cilt 17, No.(1-2).

Ekonomik Trend, 21-27 Ağustos 1994, No. 34.

Fry M.(1988), *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Baltimore & London: The John Hopkins University Press.

Gibson, H.D., Tsakalatos, E.(1994), "The Scope and Limits of Financial Liberalisation in Developing Countries: A Critical Survey", *The Journal of Development Studies*, Vol. 30(3).

HDTM, (1993), *Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri*, Aralık 1993, Ankara.

Keyder, N.(1988), *Para: Teori- Politika*, Ankara: Bizim Büro Basımevi.

Krueger, A.A. (1986) "Problems of Liberalization", A.M. Choksi ve D. Papageorgiou (der.), *Economic Liberalization in developing Countries* içinde, 1.b., Basil Blackwell.

McKinnon, R.I.(1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C.:The Brookings Institution

Merkez Bankası Bilançolarının İrdelenmesi, (Ocak 1993), İstanbul Mülkiyeliler Vakfı'nca 5-6 Nisan 1991 tarihinde düzenlenen paneldeki tartışma belgeleri, İstanbul, Elif matbaacılık.

Önder, İ. ve diğerleri. (1993), *Türkiye'de kamu maliyesi, finansal yapı ve politikalar*, İstanbul:Türkiye Ekonomik ve Toplumsal Tarih Vakfı Yayını.

Öner, E., (1994) Kamu kesimi gelir-harcama ve Borçlanma gereği:Genel bir değerlendirmeye (1975-1993), X. *Türkiye Maliye Sempozyumu' na sunulan bildiri*, (14-18 Mayıs 1994), Kemer.

Öniş, Z. (1987), "Theoretical Foundations of Financial Liberalization: A critique of Mc Kinnon-Shaw Hypothesis", *Yapı Kredi Economic Review*, Vol.1, No.4.

Parasız, İ. (1989), *Makroekonomi*, 2. baskı, Bursa:Uludağ Üniversitesi Basımevi.

Rodrik, D. (1990a), "Premature Liberalization, Incomplete Stabilization: The Özal Decade in Turkey", *NBER Working Paper*, No. 3300.

Rodrik, D. (1990b), "Some Policy Dilemmas in Turkish Macroeconomic Management", T.Arıcanlı ve D. Rodrik (der.) *The Political Economy of Turkey: Debt, Adjustment and Sustainability* içinde, Hong Kong, The MacMillan Press Ltd.

Rodrik, D.ve Celasun, M. (1987), *Debt, Adjustment and Growth : Turkey*.

Saracoğlu R., TCMB A.Ş ' nin 24 Nisan 1990 tarihinde yapılan 58. hissedarlar genel kurul olağan toplantısında yaptığı açılış konuşması, Ankara

Seyidoğlu, H. (1990), *Uluslararası İktisat*, 7.b., İstanbul: Güzem Yayınları.

Shaw, E.(1973), *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.

Sonat, A. (1994), "Kamu Kesimi Finansman Açığı (KKFA) ve Dış Denge", *X. Türkiye Maliye Sempozyumu' na sunulan bildiri*, (14-18 Mayıs), Kemer.

TCMB, (1994), *Aylık İstatistik Bülteni*, Şubat 1994, Ankara.

Turan, G.G.(1987), "Financial Deepening of the Turkish Money Market", *Yapı Kredi Economic Review*, Vol.1(4).

Türk Parasının Kıymetini koruma hakkında 32 Sayılı Karar, Lebib Yalkın Yayınevi.

Üçer, M. (1994), "Dolarizasyon kader mi?", *Görüş*, Haziran 1994, İstanbul.

Villanueva, D. ve Mirakhor, A. (1990), "Strategies for Financial Reforms", *IMF Staff Papers*, Vol. 37(3).

Warman, F.ve Thirwall, A.P. (1994), " Interest Rates, Saving, Investment and Growth in Mexico 1960-90: Test of the Financial Liberalization Hypothesis", *The Journal of Development studies*, Vol. 30(3).

EK TABLOLAR

Ek Tablo 1. Çeşitli Finansal Varlıkların Getirileri

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
TASARRUF MEV.														
<i>Vadesiz</i>	5	5	5	5	5	5	10	10	27.9	12	12.1	12.3	10.6	11.1
<i>1-ay vadeli</i>			25			35	29	28	60.1	39.2	38.7	58	57.5	52.9
<i>3-ay vadeli</i>		45	45			45	36	35	66.1	49.1	50.7	69.6	68.9	64
<i>6-ay vadeli</i>	15	50	50	47	52	50	41	38	70.8	51.8	50.7	70.6	69.4	69.1
<i>1 yıl vadeli</i>	33	50	50	45	45	55	48	53.6	83.9	58.8	59.4	72.7	74.2	74.8
DEVLET BORÇ														
SENETLERİ (+)														
<i>Hazine bonosu-3 ay</i>								45.5	55	40.8	55.1	68.4	74.7	
<i>Hazine bonosu-6 ay</i>						50.2	35.1	47.4	60	44.4	55.1	71.8	75.6	
<i>Devlet tahvili-12 ay</i>						50.3	46.4	49.6	67.7	50.8	58.9	73	77.8	
<i>Döviz *</i>	150.2	44.4	40.4	45.7	56.1	34.3	37.1	35.4	79	28.9	27.5	74.6	64.9	58.3
TEFE	94.7	25.6	24.8	40.9	53.5	38.2	24.5	48.9	69.7	62.3	48.6	59.2	61.4	66

Kaynak: Önder vd., 1993, s.129

1993 yılı verileri için; TCMB, Aylık İstatistik Bülteni, Şubat 1994, s.33 ve s.36.

+ - Aralık ayında yapılan ihalelerde elde edilen ortalama faiz haddi.

* - \$ ve DM' nin 0.75 ve 0.25 katsayılarıyla ağırlıklandırıldığı bir sepetin Aralık ayı ortalama değişim oranı.

Ek Tablo 2. Fiyat İndeksleri (1987=100)

	GSMH DeŖlatörü (1)	% değişim (1')	Tüketici fiyatları (2)	% değişim (2')	T.EFE (3)	% değişim (3')
1979	5.41	71.15	5.38	56.81	6.11	69.50
1980	11.02	103.79	11.60	115.60	12.14	98.75
1981	15.64	41.87	15.53	33.91	16.44	35.45
1982	19.94	27.48	18.93	21.91	20.80	26.53
1983	25.52	28.01	24.87	31.39	26.99	29.73
1984	38.32	50.14	36.91	48.40	40.35	49.53
1985	55.15	43.93	53.50	44.95	57.15	41.63
1986	72.26	31.01	72.02	34.62	73.12	27.93
1987	100.00	38.40	100.00	38.85	100.00	36.77
1988	165.72	65.72	173.70	73.70	164.55	64.55
1989	276.61	66.91	283.60	63.27	275.29	67.30
1990	422.43	52.71	454.61	60.30	419.13	52.25

Kaynak : DİE

Ek Tablo 3. Sermaye Piyasasında Net Yeni Finansal Varlık İhraçları, 1981-1991(%)

	1981	1983	1984	1986	1987	1989	1990	1991
Kamu Sektörü*	6.3	7.8	15.6	16.6	22	20.1	19.2	17.1
Devlet Tahvil	2	17.4	5.7	7.7	7.4	17	15.4	5.2
Hazine Bonosu	4.2	-9.6	9.6	5.4	9.1	2.8	3.8	11.3
Özel sektör	4.3	6.4	4.5	5.1	9.7	12.1	15.7	16.3
Kamu sektörü/ Toplam (1)	% 59.4	% 54.9	% 77.6	% 76.5	% 69.4	% 62.4	% 55.0	% 51.2
Hazine Bonosu/Toplam kamu sektörü ihracı (2)	% 66.7	-% 123.1	% 61.5	% 32.5	% 41.4	% 13.9	% 19.8	% 66.1

Kaynak: Önder vd., 1993, s. 135

*Diğer kalemi görece küçük olduğu için ihmal edilmiştir.

Ek Tablo 4. Çeşitli Finansal Varlıkları Ortalama Getirisi

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Döviz	35.4	79	28.9	27.5	74.6	64.9
Mevduat Ort. faizi	29.5	50.0	36.0	36.7	47.4	47.7
Kamu ortalama borç faizi	47.5	60.9	45.3	56.4	71.1	76.0

Kaynak: Ek Tablo 1

Not: Mevduat ortalama faizi ve kamu ortalama borç faizi 3-aylık ve yıllık değerlerin ortalamasıdır.

Ek Tablo 5. TCMB Bilançosu Dış Varlıklar-Dış Yükümlülükler Bileşimi

	Dış Varlıklar*	Dış Yükümlülükler*
1984	1074	3360
1985	2101	5368
1986	3301	7587
1987	4778	11547
1988	11429	18034
1989	17948	20661
1990	26052	26343
1991	39525	39207
1992	77139	61365
1993	128126	111133

Kaynak: TCMB, Aylık İstatistik Bülteni, Şubat 1994, s. 10

*-Milyar TL olarak dönem sonu değerleridir.