

**FİNANSAL KÜRESELLEŞME ve
TÜRKİYE ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

Sennur ATMACA ULUYOL
(Yüksek Lisans Tezi)

Eskişehir - 1997

ATA
MERSİS

T.C.
ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

FİNANSAL KÜRESELLEŞME VE
TÜRKİYE ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

HAZIRLAYAN
Sennur ATMACA ULUYOL
(Yüksek Lisans Tezi)

DANIŞMAN
Prof. Dr. Rıdvan KARLUK

Eskişehir - 1997

ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
15.12.1997
19.12.1997

ÖZET

Ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması ve uluslararası sermaye akımlarının ileri boyutlar kazanması sürecini ifade eden finansal küreselleşme kavramını, küreselleşme olgusundan bağımsız olarak incelemek mümkün değildir. Çünkü günümüzde küreselleşme denen olgu, en çok finans sektöründe yaşanmaktadır. Küreselleşme hakkındaki söylem yaygınlaştıkça, kelime bazen "dünya ile birlikte hareket..." cümlesi içinde ulus devletin egemenlik alanını sınırlayan bir süreci, bazen de "uluslararası rekabete açılmayı..." ifade etmektedir. Dışa açıklık, entegrasyon ve karşılıklı bağımlılık gibi kavramları da sırtlayan küreselleşmeye yüklenen anlam genişliği insanlığın ikibinli yılların şafağındaki "yeni çağdan" çok şey beklemesine uygun düşmekle birlikte, kavram olarak içeriğinin de henüz kesinleştirilemediğinin bir delili olmaktadır. Yüzyıllardır süregelen ulus-devlet sistemi açısından yepyeni bir sorun olan küreselleşme, yeni dünya düzeni içinde kendisine yer bulmaya çabalayan Çevre ülkeler için büyük bir "fırsat" olarak sunulmaktadır. Bu yaklaşımın arka planında, yeni yeni oluşan bu dünya düzenine entegre olmanın Çevre ülkelere ileri teknolojilerin aktarılmasını hızlandıracağı, sermayenin bu bölgelere kolayca akacağı ve Batılı ileri sanayi toplumlarıyla ekonomik, politik ve kültürel bir yakınlaşmanın yaşanacağı görüşü vardır. 1980-90 döneminde çok borçlu ülkelerin ticari banka borçlarının ertelenmesini, borç indirimi/borç yüklerinin azaltılmasını ve yeniden yapılanma için mali

kaynak sağlanmasını dışa açılma, ticari ve mali serbestleşme şartına bağlayan uluslararası finans kuruluşlarının bu tutumu, küreselleşme sürecini yayan ve hızlandıran bir faktör olmuştur. Küreselleşme söyleminin yaygınlaşmaya başladığı yılların, Merkez'de sermayenin kar haddinin düştüğü ve duraklamaya başladığı dönemle, aynı zaman dilimine denk gelmesi elbetteki bir tesadüf değildir. IMF ve Dünya Bankası destekli bu programlar, Merkez'de yaşanan durgunluğu aşmaya ve 80'li yıllarda Merkez ülkelerin, gelişmekte olan ülkelerde borç krizi sırasında batırdıkları paranın kurtulması yönünde işlemektedir.

Finansal küreselleşmenin yurtiçi tasarrufları arttırma ve kaynak tahsislerini iyileştirme yoluyla hem makro ekonomik istikrar, hem de uzun dönemli büyüme üzerindeki olumlu etkileri konusunda kuramsal tartışmalar sürmektedir. Finansal küreselleşmenin bir sonucu olduğu kadar nedeni de olan finansal liberalizasyon, nominal faiz oranına piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan mali baskı uygulamasına ve diğer kısıtlayıcı önlemlere son verilerek, faiz oranlarının idari kararlar dışında serbest piyasa koşullarına göre oluştuğu süreci ifade etmektedir. Finansal liberalizasyonun ekonomi üzerinde olumlu etkiler doğuracağını ileri süren McKinnon-Shaw yaklaşımına göre; gelişmekte olan ülkelerde, nominal faiz oranlarına getirilen tavanın kaldırılarak, faiz oranlarının serbest bırakılması tasarrufları yükseltecek, bu da yatırıma dönüştürülebilecek kaynakları arttırarak ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır.

Öte yandan serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi sonucunda tasarrufların artması, tüketim talebini kısıcıcı etki yapacak buna bağlı olarak da enflasyonist baskılar ortadan kalkacaktır. Yine faiz oranlarının yükselmesi ile daha önce üretken olmayan yatırımlar artık karlı olmaktan çıkacağı için tasarruflar daha üretken alanlara yönelecek, böylece kaynak dağılımında da etkinlik sağlanabilecektir. Bunun yanı sıra finansal liberalizasyon, mali piyasalarda araç çeşitlenmesine yol açarak finansal derinleşmeyi arttıracak, buna bağlı olarak da mali sistemin gelişmesine katkıda bulunacaktır. McKinnon daha yakın tarihli çalışmalarında ise başarılı bir finansal liberalizasyonun ön şartı olarak kamu kesimi finansman açığının kontrol edilmesi gerektiğini belirtmektedir. Çünkü, kamu kesimi açıkları kaçınılmaz olarak yurtiçi finansal piyasaların şu ya da bu şekilde vergilendirilmesi ile finanse

kaynak sağlanmasını dışı açılma, ticari ve mali serbestleşme şartına bağlayan uluslararası finans kuruluşlarının bu tutumu, küreselleşme sürecini yayan ve hızlandıran bir faktör olmuştur. Küreselleşme söyleminin yaygınlaşmaya başladığı yılların, Merkez'de sermayenin kar haddinin düştüğü ve duraklamaya başladığı dönemle, aynı zaman dilimine denk gelmesi elbetteki bir tesadüf değildir. IMF ve Dünya Bankası destekli bu programlar, Merkez'de yaşanan durgunluğu aşmaya ve 80'li yıllarda Merkez ülkelerin, gelişmekte olan ülkelerde borç krizi sırasında batırdıkları paranın kurtulması yönünde işlemektedir.

Finansal küreselleşmenin yurtiçi tasarrufları arttırma ve kaynak tahsislerini iyileştirme yoluyla hem makro ekonomik istikrar, hem de uzun dönemli büyüme üzerindeki olumlu etkileri konusunda kuramsal tartışmalar sürmektedir. Finansal küreselleşmenin bir sonucu olduğu kadar nedeni de olan finansal liberalizasyon, nominal faiz oranına piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan mali baskı uygulamasına ve diğer kısıtlayıcı önlemlere son verilerek, faiz oranlarının idari kararlar dışında serbest piyasa koşullarına göre oluştuğu süreci ifade etmektedir. Finansal liberalizasyonun ekonomi üzerinde olumlu etkiler doğuracağını ileri süren McKinnon-Shaw yaklaşımına göre; gelişmekte olan ülkelerde, nominal faiz oranlarına getirilen tavanın kaldırılarak, faiz oranlarının serbest bırakılması tasarrufları yükseltecek, bu da yatırıma dönüştürülebilecek kaynakları arttırarak ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır.

Öte yandan serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi sonucunda tasarrufların artması, tüketim talebini kısıcıcı etki yapacak buna bağlı olarak da enflasyonist baskılar ortadan kalkacaktır. Yine faiz oranlarının yükselmesi ile daha önce üretken olmayan yatırımlar artık karlı olmaktan çıkacağı için tasarruflar daha üretken alanlara yönelecek, böylece kaynak dağılımında da etkinlik sağlanabilecektir. Bunun yanı sıra finansal liberalizasyon, mali piyasalarda araç çeşitlenmesine yol açarak finansal derinleşmeyi arttıracak, buna bağlı olarak da mali sistemin gelişmesine katkıda bulunacaktır. McKinnon daha yakın tarihli çalışmalarında ise başarılı bir finansal liberalizasyonun ön şartı olarak kamu kesimi finansman açığının kontrol edilmesi gerektiğini belirtmektedir. Çünkü, kamu kesimi açıkları kaçınılmaz olarak yurtiçi finansal piyasaların şu ya da bu şekilde vergilendirilmesi ile finanse

edilmektedir. Finansal piyasalardan enflasyon vergisi ile gelir elde edilmesi, finansal araçların yurtdışına gelir transfer etmelerini önleyebilmek için döviz kontrolünü de beraberinde getirir. Bu da sabit kur sistemini zorunlu kılmaktadır. Bu yüzden büyük miktarda kamu açıkları, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ile çelişkilidir.

Mc-Kinnon-Shaw yaklaşımının aksine, bu sürecin ekonomik büyümeyi yavaşlatarak, enflasyonu yükselteceğini savunan alternatif yaklaşım, öncülüğünü L. Taylor'un yaptığı yapısalcı yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre, faiz maliyetinin işletme sermayesi maliyetine dahil edilmesi gerekir. Böyle olunca, finansal liberalizasyon sonucunda faiz oranlarının yükselmesi üretim maliyetini arttıracaktır. Bu durum fiyatlara yansıtılacağından, enflasyonu hızlandırıcı etki yapacaktır. Taylor'a göre, kısa dönemde en iyimser şekli ile stagflasyona neden olan finansal liberalizasyon, "başka bir kaynaktan sağlanacak parasal genişleme ile (örneğin zorunlu karşılık oranlarındaki önemli bir düşüş gibi)" desteklenmediği sürece, kısa vadedeki olumsuz etkileriyle beraber orta vadede ekonomik performans üzerinde pek az yararlı olacaktır.

Ülkemizde, piyasa mekanizmalarına işlerlik kazandırma veya piyasa ekonomisinin kurallarına uyma hareketi olarak tanımlanan 24 Ocak 1980 Kararlarıyla, fiyat kontrolleri kaldırılmış, mevduat ve kredi faizleri serbest bırakılmış, döviz kurları esnekleştirilmiş ve sermaye piyasasına işlerlik kazandırılmıştır. Çalışmamızda 24 Ocak 1980 kararlarının finansal yapıda derinleşme, tüketim-tasarruf ve yatırımlar üzerindeki etkileri araştırılmış, yüksek kamu iç borçlanmasının bankacılık sektörüne yansımaları üzerinde durulmuştur. Ayrıca 94 krizinde, finansal küreselleşmenin etkileri araştırılmış ve diğer ülkelerde yaşanan benzer sıkıntılar dile getirilerek, finansal küreselleşmenin etkinliğini sağlamada alınabilecek önlemler tespit edilmeye çalışılmıştır.

Sonuç olarak Türkiye'de finansal küreselleşmenin finansal yapıda derinleşme ve mevcut sermaye stokunun daha rasyonel kullanılması ile sınırlı olmak üzere başarıya ulaştığı söylenebilir. Bunun ötesinde finansal küreselleşmenin ülkemize maliyeti, kazandırdıklarının çok ötesindedir diyebiliriz.

ABSTRACT

Financial globalization means the process of removing the borders that separate the financial markets and of acquiring further dimensions of the currents of international capital. It is not possible to discuss the concept of financial globalization independently from the fact of globalization; because nowadays, the concept called globalization mostly appears in the finance sector.

It is widely accepted that globalization is a big opportunity for the Peripheral Countries. Underlying this approach, it is thought that integration to the New World System causes forcing the Central Countries to become closer to the Peripheral Countries economically, politically and culturally. That the international finance organizations required liberalization for the Peripheral Countries in giving credits and delaying their debts has been a significant factor in spreading that process.

Financial liberalization eliminates the application to the financial pressure and the other restrictive measures; and thus determines the interest rates according to the free market conditions. McKinnon-Shaw claim that financial liberalization will have a positive effect on economy. According to this approach, freeing interest rates will increase savings as well as investments. Finally, economic development will be faster when compared to the past.

Contrary to the approach of McKinnon-Shaw; L. Taylor states that such a process will decrease the economic development and increase the inflation rates. According to L. Taylor, interest costs must be added to the cost of the company's capital. Therefore, rising interest rates will increase the cost of production. Such a situation will be reflected on the prices and thus, will have negative effect on inflation rates.

In this study, the effects of financial liberalization policies as a result of "24 Ocak 1980" decisions on the Türkiye's economy have been discussed. Moreover, the effects of financial liberalization on the crisis of 1994 were searched and possible measures have been attempted to be determined in order to provide the efficacy for the financial globalization.

In conclusion, we can say that financial globalization is succesful only in two areas in Türkiye; deepening the financial structure and using available capital stocts more rationally. Nevertheless, it can be said that the cost of financial globalization for our country is far beyond its profits.

1994
1994
1994

İÇİNDEKİLER

Birinci Bölüm

Finansal Piyasalarda Küreselleşme

I. Finansal Piyasa Kavramı	1
1. Finansal Piyasa Türleri	2
A. Para Piyasası	2
B. Kredi Piyasası	3
C. Sermaye Piyasası	3
2. Uluslararası Finans Piyasaları	5
A. Eurocurrency Piyasaları	5
B. Eurobond Piyasaları	10
C. Diğer Piyasalar	14
II. Finansal Piyasalarda Küreselleşme Olgusu	16
1. Tanım ve Tarihsel Gelişim	16
2. Finansal Küreselleşmenin Dinamikleri	26
III. Teorik Açıdan Finansal Küreselleşme	35
1. Finansal Küreselleşmeyi Destekleyen Görüşler	35
A. Mc Kinnon - Show Modeli	36
2. Finansal Globalleşmeyi Eleştiren Görüşler	41
A. Taylor Modeli	43

İkinci Bölüm

Finansal Küreselleşmenin Türkiye Üzerindeki Etkileri

I.	1980 Öncesi Türk Finans Piyasası	45
	1. Osmanlı Döneminde Türk Finans Piyasası	46
	2. Cumhuriyet Döneminde Türk Finans Piyasası	48
II.	24 Ocak 1980 İstikrar Politikası ve Türk Finans Piyasası	52
	1. Mali Piyasalarda Liberalleşme	56
	2. Türkiye'de Sermaye Piyasası	57
	3. Finansal Yenilikler	62
	A. Hazine Bonoları	62
	B. Gelir Ortaklığı Senedi	63
	C. Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi	66
	D. Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar	67
	E. Finansman Bonosu	68
	F. Döviz Endeksli Menkul Değerler	70
	4. Türk Bankacılık Sektörü	71
	A. Türkiye'de Bankacılık Sektöründeki Gelişmeler	71
	B. Serbest Faiz Uygulamasının Yansımaları	80
	C. Reel Sektöre Kaynak Aktarım Sürecinde Bankacılık Sektörünün Rolü	98
	D. Kamu Borçlanma Politikasının Banka Bilançolarına Yansıması	103
III.	5 Nisan Ekonomik İstikrar Tedbirleri ve Türk Finans Piyasası	112
	1. Finansal Küreselleşmenin Kriz Üzerindeki Etkisi	113
	2. 5 Nisan 1994 Ekonomik İstikrar Tedbirleri ve Amaçları	120
	A. Döviz Kuru, Ücret ve Fiyat Politikaları	121
	B. Merkez Bankası ve Bankacılık Sektörüyle İlgili Önlemler	121
	C. Sermaye Piyasasıyla İlgili Önlemler	122
	D. Kamu Sektörüne Yönelik Önlemler	122
	3. 5 Nisan 1994 Kararları Sonrası Türk Finans Piyasası	127
IV.	Finansal Küreselleşmenin Yarattığı Sorunlar	132
V.	Finansal Küreselleşmenin Etkinliğini Sağlamada Alınabilecek Önlemler	137
	SONUÇ	141

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANSAL PİYASALARDA KÜRESELLEŞME

I. FINANSAL PİYASA KAVRAMI

Genel anlamda uzun ve kısa dönemli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar finansal piyasadır.¹ Ekonomide fon fazlası olan tasarruf sahipleriyle, fon ihtiyacı içindeki ekonomik birimler arasındaki fon alışverişini bütünüyle kapsayan piyasalara finansal piyasa (mali piyasa) adı verilmektedir.²

Dünyada tüm piyasalar içerisinde en ilginç ve en önemli olan piyasa finansal piyasalardır. Finansal piyasalar sıkı bir şekilde diğer piyasalarla ve ekonomideki her bireyle ilişkilidir. Tüketiciler, bireysel yatırımcılar ve firma sahipleri aktif veya pasif bir şekilde finansal piyasalarda rol alırlar. Dolayısıyla bu piyasada fon transferi gerçekleştirilir, riskin dağıtımı sağlanır.

Sistem yaklaşımı çerçevesinde ise, finansal sistemin tanımını şöyle yapabiliriz:

¹ Güven Sevil, Finansal Kurumlar (Eskişehir: Anadolu Ün. Açıköğretim Fak. Yay, 1994), s.2.
² Ümit Gücenme, Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler (Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 1994), s.7.

"Bir ekonomideki finansal kurumlar ve etkinliklerin oluşturduğu ağ, finansal sistem adını alır".

Finansal sistemin temel amacı, fiyatlar düzeyinin yükselmesi gibi olumsuz sonuçları meydana getirmeyecek şekilde, ekonominin çeşitli sektörlerine maksimum kaynak kullanımını sağlayacak fonların temin edilmesidir. Bu temel amaç bir anlamda, para politikasının aşağıdaki amaçlarını da içermektedir:

- i. İstikrarlı bir fiyatlar genel düzeyi
- ii. Elde edilebilir maksimum büyüme
- iii. Maksimum istihdam
- iv. Ödemeler dengesinin kurulması
- v. Bireysel özgürlük ve karar verme açısından maksimum sınırlara ulaşılması.³

1. Finansal Piyasa Türleri

A. Para Piyasası

Kısa vadeli kredi işlemlerini kapsar. Karşılıklı kişisel anlaşmalar yoktur ve işlemler standart şekillere bağlanmıştır. Bu piyasada alım-satıma konu olan finansal varlıklar, menkul kıymetler dışında kalan kıymetli evraklardır. Poliçe, bono, çek, makbuz senedi ve varant, taşıma senedi, konişmento ve sigorta poliçesigibi kıymetli evraklar kullanılmak suretiyle, para piyasasında, bazı ekonomik birimlerin nakit paraya olan geçici talepleri, kısa dönemli nakit fazlası olan diğer ekonomik birimler tarafından karşılanır.⁴

Para piyasasının üç temel özelliği bulunmaktadır; borçların geri ödenmeme riski düşüktür, vadeler kısadır ve borcun paraya dönüştürülme maliyeti düşüktür. Özellikle

³ İlker Parasız ve Kemal Yıldırım, Uluslararası Finansman (Bursa: Ezgi Kitabevi, 1994), s.4-5.

⁴ Gücenme. Ön. ver., s.7.

enflasyonun yüksek ve kredi kredi mevduat faiz oranlarının sürekli yükseldiği ekonomilerde para piyasası her zaman ön plana çıkmaktadır.⁵

B. Kredi Piyasası

Gene kısa vadeli olan, ancak kişisel anlaşmaların ağırlık kazandığı kredi işlemlerini konu alır. Bir ticari işletmenin kredi ihtiyacı karşılandığında veya işletmeler tarafından tüketiciye veya diğer işletmelere kredi verildiğinde gerçekleştirilen işlemler kredi piyasasını oluşturur. Bu piyasanın temel fon tedarikleyen kuruluşu ticaret bankalarıdır ve kredi bir anlaşmaya göre düzenlenmiştir. Örneğin, bir ticari banka tarafından, bir işletmeye kısa veya orta vadeli kredi verilmesi durumunda, gelenek, sadakat, ihmal ya da pazarlık etme gücünden yoksun olma, borç alan işletmeyi, diğer daha cazip fon kaynaklarını düşünmeksizin söz konusu bankaya bağlayabilir.

C. Sermaye Piyasası

Sermaye piyasasının tanımını geniş ve dar olmak üzere iki şekilde ele alabiliriz. Geniş anlamı ile sermaye piyasası, "tasarrufların yatırımlara yöneltme faaliyetleri ile bu faaliyetleri yürüten kurumları içeren piyasadır". Buna göre sermaye piyasaları orta vadeli fonlar (5 yıl vadeli borçlar gibi) ve uzun vadeli fonlardan (daha uzun vadeli tahviller ve şirket hisse senetleri) oluşan bir mekanizma ve kurumları kapsar. Bir başka tanıma göre de, sermaye piyasası "menkul değerler yoluyla orta ve uzun vadeli ödünç verilebilir fonlar arz ve talebinin karşılaştığı bir piyasadır".

Dar anlamıyla sermaye piyasası, "hisse senetleri ve tahvillerin alınıp, satıldığı bir pazar" olarak nitelendirilmektedir.

Kredi piyasasını da para piyasası içinde düşünürsek, para ve sermaye piyasalarının süre farkından başka aralarında bir takım farklılıklar bulunur.⁶

⁵ Sevil, Ön. ver., s.5.

⁶ Gücenme, Ön. ver., s.7-10.

i. İşletmeler sermaye piyasasına uzun vadeli sabit yatırımları ve çalışma sermayesinin süreklilik gösteren kısmının finansmanı için başvurmaktadır. Para piyasasına ise geçici nitelikteki nakit sıkıntısının giderilmesi için başvurulmaktadır.⁷

ii. Fon alışverişinde kullanılan araçlar, para piyasasında kıymetli evrak niteliğindeki ticari senetler, sermaye piyasasında ise uzun vadeli menkul kıymetlerdir.⁸

iii. Para piyasasında kaynaklar vadeli, vadesiz mevduattan oluşurken, sermaye piyasası kaynakları uzun vadeli kişisel ve kurumsal tasarruflardan oluşmaktadır.

iv. Sermaye piyasasında vade uzun olduğundan, risk ve faiz oranı yüksek, para piyasasında vade kısa, risk ve faiz oranı düşüktür.⁹

Sermaye piyasalarını kendi içlerinde çeşitli kıstaslara göre sınıflandırmak olanaklıdır. Sermaye piyasası kurumları açısından bir sınıflamaya tabi tutulacak olursa, örgütlenmiş sermaye piyasaları, örgütlenmemiş sermaye piyasaları olmak üzere iki bölümde sınıflandırılabiliriz.¹⁰ Örgütlenmiş sermaye piyasalarının binaları, üyeleri, yasaları, kuralları ve yönetenleri vardır. Örgütlenmiş sermaye piyasaları, menkul kıymet borsaları adını almaktadır. O halde örgütlenmemiş sermaye piyasalarını, menkul kıymetlerin borsa dışında el değiştirdikleri yerler olarak tanımlayabiliriz.¹¹

Sermaye piyasalarının, sermaye piyasasındaki alıcılar ile menkul kıymetleri çıkaran kurumlar açısından bir sınıflaması yapıldığında, birincil piyasalar (primary markets) ve ikincil piyasalar (secondary markets) olmak üzere iki ana bölüme ayırabiliriz.

Birincil Piyasa: Sermaye piyasasındaki alıcı ile menkul kıymet çıkaran gerçek ya da tüzel kişinin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasalardır. Bu bakımdan "Birincil piyasalar, anonim ortaklıkların kuruluşu veya sermaye arttırmaları sırasında pay senetlerinin

7 Sevil, Ön. ver., s.4.

8 Gücenme, Ön. ver., s.8.

9 Sevil, Ön. ver., s.4.

10 Rıza Aşkoğlu, Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme (Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1983), s.10.

11 Gücenme, Ön. ver., s.8.

ya da yatırım ihtiyaçları için çıkartılan tahvillerin satıldığı piyasalar olmaktadır. Öyleyse birincil piyasalar, pay senetleri ve tahvillerin ilk kez sürüldükleri pazarlardır.¹²

İkincil Piyasa: İkincil sermaye piyasası daha önce fon kullanıcıların piyasaya sürdükleri, piyasada mevcut menkul kıymetlerin alınıp, satımına yönelik işlemlerin yapıldığı yer olmakla birlikte, işletmelerin menkul kıymetlerinin aracı kurumlar kanalıyla da işlem görerek piyasaya sürülmesi olarak da tanımlayabiliriz. Ülkemizde ikincil piyasanın fonksiyonlarını menkul kıymetler borsası ile borsa dışı kurumlar yüklenmektedir.¹³

2. Uluslararası Finans Piyasaları

Uluslararası finans piyasaları dendiğinde genellikle eurocurrency, eurobond ve uluslararası hisse senedi piyasaları anlaşılır. Hepside özel uluslararası finansal akımların gelişmesinin ürünü olan bu piyasalar, dünyanın dört bir yanına kök salmış bulunan döviz piyasaları ve özel dolaysız yabancı sermaye yatırımlarıyla sıkı bir ilişki içindedir. Bu olgu, uluslararası finans piyasalarının gelişim sürecinin her evresi için geçerlidir.

Sözkonusu piyasaların ana işlevi, fon talep ve arzeden farklı ülke firmaları, bankaları, kamu kurumları ve bireysel yatırımcılarının karşılaşmasını sağlamaktır. Bu karşılaşma çoğu kez dolaylı biçimde gerçekleşmektedir.

A. Eurocurrency Piyasaları

Doğuşu 1950'li yıllara uzanan Eurocurrency Piyasası, yabancı ülke paraları cinsinden bankalara yatan kısa vadeli mevduatın, döviz kredisi olarak kullanıldığı piyasalardır.¹⁴

Eurocurrency'nin kaynağı o paranın ülkesindeki mevduattır. Yani bir mevduat yurt dışında ilgili paranın kullanılmadığı bir ülkedeki bankaya yatırıldığı zaman Eurocurrency

¹² Ali Sait Yüksel ve Gültekin Rodoplu, Sermaye Piyasası (İstanbul: Formül Matbaası, 1980), s.5.

¹³ Aşıkoğlu, Ön. ver., s.12.

¹⁴ M. Tuba Ongun, "Finansal Globalleşme", Ekonomik Yaklaşım, C.4, S.9 (Ankara: Gazi Ün. Yayınları, 1993), s.35.

olarak adlandırılmaktadır. Yani piyasa, bankalararası bir piyasadır.¹⁵ Eurocurrency işlemlerinin ortalama %80'ine yakın bir kısmı eurodolarla yapıldığından, eurodolar piyasasını incelemek eurocurrency piyasalarını incelemek anlamına gelecektir. Bu nedenle eurocurrency piyasaları eurodolar piyasası açısından ele alınacaktır.

Piyasanın Doğuşu ve Gelişimi:

Eurodolar piyasasının başlangıcı, ABD dolarlarının Berlin ve Viyana'daki bankalara mevduat olarak yatırıldığı ve kredi olarak verilmek amacıyla yerel para birimlerine dönüştürüldüğü 1920 yıllarına kadar uzatılabilir. Eurodolar piyasasının doğuşuna ilişkin tek bir görüş sözkonusu değildir.¹⁶ Örneğin bazı görüşlere göre;

"II. Dünya Savaşı sonrası Doğu Bloğu Ülkeleri büyük miktarda ABD doları rezervine sahiptiler. Normal olarak da bu rezervlerini ABD bankalarında tutuyorlardı. Fakat soğuk savaş ile birlikte Doğu Bloğu Ülkeleri bu paranın ABD tarafından kontrol edilebilmesinden büyük rahatsızlık duymaya başladı. Bu yüzden bu ülkeler rezervlerini ABD dışındaki bankalara yöneltmeye başladılar. Bu konuda en büyük merkezde Londra oldu."¹⁷

Bir diğer görüşte de, ellerinde aşırı rezerv bulunan Merkez Bankalarının kısa vadeli yatırım fırsatlarını değerlendirmek istemelerine bağlı olarak, uygun yatırım imkanları sağlanmasının eurodolar piyasasının ortaya çıkışının nedeni olduğu iddia edilmektedir.¹⁸

Bu piyasaya büyük ivme banka sistemini kontrol etme çalışmalarından gelmiştir. ABD kendi banka sistemini düzenleme amacıyla Q ve M düzenlemelerini (Regulation Q and M) getirmiştir. Q düzenlemesi ABD bankalarının mevduata ödeyecekleri faiz oranlarını sınırlayan bir düzenlemedir. Bu sınırlama sonucu mevduatları Avrupa veya ABD bankalarının dış şubelerine yatırmak bu bankaların yüksek faiz ödemelerinden dolayı cazip hale gelmiştir. Bu durum da Eurodolar mevduatının artmasına neden olmuştur.

¹⁵ Sudi Apak, Uluslararası Finansal Teknikler, (İstanbul: Emlak Bankası Yayınları, 1992), s.61.

¹⁶ Nazım Ekren, Uluslararası Bankacılık ve Türkiye Örneği (Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1987), s.70.

¹⁷ Apak, Ön. ver., s.59.

¹⁸ Ekren, Ön. ver., s.70.

M düzenlemesi ise ABD bankalarının yasal karşılıklarını düzenlemektir. Fakat ABD bankalarının dış şubeleri ve yabancı bankalarla ilişkiler, karşılık oranından muaf tutulmuştur. Burada amaç ABD dışına kaçan dolar mevduatının yeniden ülke içinde kullanımını sağlamaktır. Fakat Avrupa'dan ABD'ye olan bu parasal akım faiz oranlarını yükselmesine neden olmuştur. Bunun üzerine dış şubeler ve yabancı bankalar ile olan ilişkilere verilen karşılık muafiyetleri kaldırılmıştır. Bu düzenlemelerle birlikte Eurodolar piyasasının gelişimine yol açan diğer belli başlı olaylar , dolar kıtlığı, ABD'nin Avrupa'ya yaptığı yardımlar, ABD ödemeler bilançosunun açık vermeye başlaması sayılabilir.¹⁹ Ayrıca Batı Avrupa ülkelerinde döviz kontrollerinin kaldırılışı, AET'nin kurulması, doların uluslararası gücü ve kurulduktan sonra bu piyasanın sağladığı avantajlar da, piyasanın gelişimine önemli katkılarda bulunmuştur.²⁰

Günümüzde Eurocurrency piyasalarının ulaştığı büyüklük "istatistiki verilerin yetersizliği ve çift kayıttan dolayı" tam olarak bilinmemektedir. Bu nedenle pazarın büyüklüğü belirlenirken biri brüt, diğeri net olmak üzere iki farklı kavramdan söz edilmektedir. Fakat Tablo 1 Orta Vadeli External banka kredileri, pazarın büyüklüğü hakkında bilgi verir.

Tablo 1
Orta Vadeli External Banka Kredileri
(Milyar \$)

	1988	1989	1990	Ocak 1990	- Ağustos 1991
Euro Kredi	116.2	114.5	119.3	73.7	61.8
Foreign Kr.	9.3	6.6	2.2	1.4	1.1
Toplam	125.5	121.1	121.5	75.1	62.9

Kaynak: "Financial Market Trends, OECD Yay.,Ekim 91, S.50, s.79" Apak, 1992, s.60'dan uyarlandı.

¹⁹ Apak, Ön. ver., s.59.

²⁰ Ekren, Ön. ver., s.71.

Tablo 2'de görüldüğü gibi Euro piyasalarda ABD doları hakim para görünümündedir.

Tablo 2
External Banka Kredilerinin Paralara Göre Dağılımı
(Milyar \$)

	1988	1989	1990	Ocak - 1990	Ağustos 1991
US Dolar	64.2	70.0	57.9	61.4	81.9
Sterling	17.3	11.3	17.9	7.2	3.0
ECU	3.3	4.9	8.9	12.8	5.0
DM	2.8	3.5	6.9	9.2	2.4
Yen	6.1	5.3	1.7	1.9	1.8
İsv. Frangı	0.1	0.4	0.1	0.1	0.2
Diğer	0.3	4.6	6.6	7.4	5.7
Toplam	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Kaynak: "Financial Market Trends, OECD Yay., Ekim 91, S.50, s.82" Apak, 1992, s.61'den uyarlandı.

Piyasanın Yapısı ve İşleyişi

Eurocurrency piyasaların yapısını anlamak için Eurocurrency ticaretinin yapıldığı finansal merkezlerin özelliklerine bakmak gereklidir. Bu merkezlerin üç özelliği vardır;

1. Politik riskin olmaması.
2. Eurocurrency mevduatların fiyatını etkileyecek düzenlemelerin olmaması.
3. Eurocurrency'lerin içeri ve dışarıya herhangi bir düzenlemenin olmaması.

Görüldüğü gibi piyasa fonların en avantajlı yerlere aktarımını sağlayan, yasal herhangi bir düzenlemenin olmadığı bir piyasadır. Piyasaya giriş çıkışlardaki bu rahatlık ve likiditenin bolluğu, rekabetin yoğunlaşmasına ve kar marjlarının düşmesine yol açmıştır. Yani bu piyasalar tam rekabet ortamına en fazla yaklaşıldığı yerlerdir.

Eurocurrency piyasası iletişim araçları üzerine kurulmuş bir piyasadır. Bütün bu düzenlemeden uzak görünümüne karşın kendi içinde tutarlılığı olan ve karşılıklı güvene dayanan bir piyasadır.²¹

Eurocurrency piyasalarının para yaratma mekanizmasında, uluslararası faaliyet gösteren bankalar en önemli rollerini oynamaktadır. Eurocurrency iki şekilde yaratılabilir;

1. Bir ülkenin parası alınarak bir başka ülkedeki bankaya mevduat olarak yatırılabilir.
2. Mevduatlar farklı ülkelerdeki eurobankaları transfer edilebilir.

Dolayısıyla, bir banka mevduatının eurocurrency olabilmesi için iki şart gereklidir: İlki, eurocurrency'yi kabul edecek tarafın banka olması gerekir. İkincisi, mevduatı kabul eden bankanın, ilgili paranın kullanıldığı ülke dışında bulunması gerekir.

Eurocurrency piyasalar, bankalara işlemlerini farklılaştırma ve daha esnek bir şekilde faaliyette bulunma imkanı sağlamaktadır. Bankalar, bankalararası piyasayı kullanarak mevduat tabanını genişletebilmektedir. Böyle bir fırsat, bankaların müşterilerine uygun şartlarda kredi sunmasını kolaylaştırmaktadır.

Bankalararası Piyasa ve Euromerkezler

Uluslararası düzeydeki bankalararası piyasa, aralarında hızlı ve etkin ödünç verme ve alma yoluyla bankalararasında bağlantı sağlamaktadır. Bankalararası işlemler ya döviz alım-satımı ya da mevduat kabul etme-kredi verme şeklinde olmaktadır.

Bankalararası piyasanın en hassas yönü, içerdiği risklerdir. Bankaların özelliklerine ve piyasadaki faaliyetlerine bağlı olarak ortaya çıkan banka riskine ilaveten, sistemden kaynaklanan risklerde sözkonusudur. Bankanın riski, kredi ve fon bulmariskinden ibarettir. Bankalararası bağlantılardan dolayı, zincirleme bir reaksiyon etkisi tüm sistemi krize sokabilir.

²¹ Apak, Ön. ver., s.60-61.

Euromerkezler: Bir dizi euromerkez bulunmasına rağmen, en çok kullanılan bankalararası piyasa Londra ve New York piyasalarıdır. Bankalararası piyasalardan borçlanırken ya da bu piyasalara fon aktarırken kullanılan faiz oranlarının, Londra ve New York bankalararası piyasalarda geçerli olan (LIBOR veya NIBOR) bağlı olması bu piyasaların önemini göstermektedir.

Bankalar açısından son derece önemli olan euromerkezlerin tanımı ve unsurları, literatürde tam açıklığa kavuşturulamamıştır. Bununla beraber bir euromerkezin temel özellikleri şunlardır;

1. Bu merkezlerde tüm eurocurrency'lerle işlem yapılabilir.

2. Ulusal finansal merkezlerdekine benzeyen vergiler, döviz kontrolleri, karşılık oranları ve bankacılık işlemlerine veya faaliyetlerine ilişkin herhangi bir düzenleme söz konusu değildir.

3. Tamamen olmasa bile, bu merkezler özellikle yabancı müşterilerle bağlantıların kurulduğu yerlerdir.²²

B. EUROBOND PİYASALARI (EURO-TAHVİL PİYASALARI)

Kavram olarak eurobond, euromerkezlerde çıkarılan ve plase edilen, europara cinsinden belirlenmiş tahvillerdir. Diğer bir ifadeyle, eurobond belirlendiği para birimini kullanmayan ülkelerde satılan tahvillerdir.

Karışıklığa yol açmamak için, uluslararası düzeyde mübadele edilen bazı tahvil türlerine birbirinden ayırmak ve farklılıklarını belirtmek gerekir. Sermaye akımlarını teşvik etmek amacıyla, ulusal para birimine göre belirlenmiş ve ulusal piyasalarda plase edilen fakat yabancıların da satın almasına izin verilen tahviller eurobond kapsamına girmemektedir. Eurobondlar yabancı tahvillerden de farklıdır. Yabancı tahvil, belirlendiği para birimini kullanan ülkede satılan tahvildir. Örneğin, ABD'de satılması amacıyla fon ihtiyacı olan bir

Kanadalı firma tarafından çıkarılan ve dolara göre belirlenmiş tahvil, yabancı bir tahvildir. Yabancı tahvil piyasaları, eurobond piyasalarının aksine bazı normları ve düzenlemeleri içermektedir. Bir ülkenin herhangi bir yabancı tahvil piyasası ile, ilgili ülkenin eurobond piyasası içindeki yeri (piyasası) farklı olduğundan, iki piyasa yoğun bir rekabet içindedir. Yabancı tahvile benzeyen bir tahvil türü de, fon gereksinimi olan firmanın, fonları bir dizi yabancı para birimiyle, bir dizi yabancı ülkeden sağlamak istediğinde, eş-anlı olarak çıkarılan ve yabancı tahviller kümesini ifade eden paralel tahvillerdir.²³

Piyananın Doğuşu ve Gelişimi

Eurobond piyasasının doğuşu da eurocurrency piyasasında olduğu gibi II. Dünya Savaşı sonrası, ekonomik yardım ve gittikçe artan askeri giderler sonucu açığı giderek büyüyen ABD ödemeler dengesinin bozulması ve bu yüzden ABD dışında bulunan dolarların her yıl artmasıyla açıklanmaktadır.

60'lı yıllara doğru ödemeler dengesi fazlalık veren Avrupalı ülkelerin paralarının değerini dalgalı kur sistemine bırakmalarıyla, birçok Merkez Bankası o zamana kadar ABD bankalarında tuttıkları fakat Regulation Q'ya göre faizden yararlanamayan dolarlarını Amerika dışına çıkarmaya başladılar. Uluslararası şirketler de faiz avantajından yararlanarak Avrupa dışındaki bu dolarlara başvurma yoluna koyuldular. ABD dışında sermaye akışının hızlanması karşısında 1963'de faiz dengeleme vergisi adıyla yabancı tahvil satın alan Amerikalılar ek vergiye tabi tutulunca, yabancı tahvil çıkaranlar için ABD piyasası daha da daraldı ve bütün bu işlemler önce İngiltere, sonra İsviçre'de gelişen Eurobond piyasasına doğru yönelmeye başladı.²⁴

Eurobond piyasalarının gelişimi eurobondların ihracını ve satış garantisini sağlayan uluslararası bankaların tutumuna bağlı olmuştur. Birçok banka, eurobond piyasasına yeni boyut ve likidite sağlayan, ikincil piyasadaki eurobond ticaretiyle ilgilenmektedir.

²³ Parasız ve Kemal Yıldırım, Ön. ver., s.239.

²⁴ Yüksel ve Gültekin Rodoplu, Ön. ver., s.23.

1970'lerden sonra, eurobond piyasası uluslararası bankacılığın ve finansmanın içsel bir parçası olmuştur.

Piyasanın Yapısı ve İşleyişi

Eurobondlara yatırım yapanlar uluslararası düzeyde son derece farklılaştığından, tahvillerin ihracı ve satışı Avrupa ve diğer bölgelerdeki bir dizi banka ve finansal kurumun ortak çabalarını zorunlu kılmaktadır. Bankalar bu piyasada iki düzeyde faaliyette bulunmaktadır;

1. Eurobondun ihracını gerçekleştiren sendikanın yöneticisi olarak

2. Bu sendika aracılığıyla çıkarılan eurobondları ihraç güvencesi sağlayarak. Bunun yanında, büyük sayıda küçük küçük bankadan oluşan bir satış grubu da bu zincirin son halkası durumundadır.

Yönetici banka fon sunanlarla, fon talep edenlerin gereksinimlerini karşılayacak optimum koşulları oluşturmaktadır. Ayrıca satış garantisi sağlayacak ve tahvilleri pazarlayacak bankalar grubunu da oluşturmak yönetici bankanın sorumluluğu altındadır. Bazı durumlarda, yönetici bankaya yardımcı olan finansal kuruluşlar da bulunabilir. Böyle bir durumda her iki taraf birlikte yönetim grubunu oluştururlar.

Bu özellikler nedeniyle, eurobond piyasası plasman piyasası niteliğine sahiptir. Diğer bir deyişle eurobondlar bankalar aracılığıyla piyasaya sunulmaktadır.

Eurobond piyasasının bir özelliği de, ödünç alanlarla yatırımcılara sunduğu avantajlarda ortaya çıkmaktadır. Ödünç alanların sağladıkları en önemli avantajlar, massetme kapasitesi, serbestlik ve esneklik, faiz maliyetleri, vadeler ve kurumsal çerçevedeki uygun ilişkilerden kaynaklanmaktadır. Piyasanın yatırımcılara sunduğu avantajlar ise, vergi, gizlilik, emniyet, konvertibilite ve garantilerden ibarettir.

Eurobondların Özellikleri ve Tipleri

Eurobondlar birçok açıdan ulusal tahvillere benzese de bazı belirgin farklılıkları vardır;

1. Eurobondların ihraç tekniği, ulusal kontrollerden sakınmak amacıyla biçimsel ihraçtan ziyade plasman şeklindedir.

2. Bu tahviller satış ve ihraç garantisi sağlayan bankalar grubu tarafından dünyanın her yerinde eş-anlı olarak piyasaya sunulmaktadır.

3. Bu tip tahviller faiz stopajına bağlı değildir. Bundan dolayı, tahvilin çıkartılmasını üstlenen finansal kuruluşlar, yabancılaradn faiz vergisi almayan euromerkezlerde yan kuruluşlar oluşturmayı tercih etmektedir.

Eurobond piyasasında işlem gören tahvilleri düz, konvertibl dalgalı ve varantlı eurobondlar şeklinde sınıflandırabiliriz.

Düz tahviller genellikle 15 yıl vadeli, dolara göre belirlenmiş ve 1.000 dolar değerindeki tahvillerdir. Yılda bir ya da iki kez faiz ödemesinde bulunan bu tahvillerin ortalama vadesi, üzerinde anlaşılmış geri ödeme planının bir fonksiyonudur. Bu fiyat, yatırımcının tahvilin nominal değerinin yüzdesi olarak ödediği fiyattır. Bu tahvillerin faizleri sabit olduğundan, vadeleri ile iskonto oranları arasında ters yönlü bir ilişki vardır.

Konvertibl tahviller, ödünç alan firmanın hisse senetlerine dönüştürülebilen tahvillerdir. Bunlar, ABD ve diğer OECD ülkelerinin borsalarının hareketli olduğu dönemlerde çok uluslu firmalar tarafından sık sık kullanılmıştır. Bu tahvillerin en önemli özelliği, yatırımcı için avantajları dezavantajlarından çok fazla olan bir finansal aktif durumunda oluşudur. Bu tahvillerin en önemli yönü konvertibilite fiyatıyla ilgilidir. Bu fiyat, ihraç zamanındaki borsa fiyatının üzerine bir pirim eklenerek belirlenmektedir. Dolayısıyla bu tahviller belirli bir fiyattan ancak belirli bir vade sonunda hisse senetlerine

dönüştürülebilmektedir. Bu tahvillerin faiz oranları özelliğinden dolayı düşüktür. Bu tip tahviller önemli boyutta gelişmemiştir.

Varantlı tahviller, belirli miktar ve fiyattan ihracı izleyen belirli süre sonunda çıkarılanlar tarafından geriye alınması esasına dayalı tahvillerdir. Bu yönüyle kısmen, konvertibl tahvillere benzemektedir. Varantlarla tahviller fiziksel olarak ayrı şeyleri ifade ettiğinden, varantların tahvillerden ayrı olarak alım-satımı sözkonusu olabilir. Bu tahvillerin değeri ilgili firmanın kredibilitesi ile yakından ilgili olduğundan, faiz oranları da düşük düzeyde belirlenmektedir.

Normal olarak tahviller tek bir para birimine göre belirlenir ve çıkarılır. Bu para biriminin seçimi, döviz piyasalarındaki konjoktüre, ödünç alacak kişi ya da firmanın nakit riskiyle düşük faiz arasındaki tercihiine bağlıdır. Yatırımcılar için çekiciliğini arttırmak amacıyla birden fazla para birimine göre belirlenmiş eurobondlarda çıkarılmaktadır. Bu şekilde belirlenmiş tahviller, iki para birimini (genellikle sterlin/DM) ya da bir dizi para birimini içerebilir.

C. DİĞER PİYASALAR

Euroquity (Euro-Hisse (pay) Senedi) terimi, genellikle Avrupa yatırımcıları tarafından alınan ve ABD firmalarına ait senetleri belirlemek amacıyla kullanılmıştır. Fakat bu olay, basit bir ifadeyle ulusal pay senetlerinin yabancılar tarafından satın alınmasını ifade etmektedir. Bu nedenle bu senetlerin, ulusal yatırımcılar tarafından elde tutulan ve alınıp-satılan benzer senetlerden farklı bir özelliği yoktur. Bu nedenle terim yanlış bir tanımlamayı yansıtmaktadır. ABD dışında yayınlanmış olduğundan ABD firmalarının diğer pay senetlerinden farklı olsa da, ABD borsalarında alım-satım olmaktadır. İhtiyaca bağlı olarak ortaya çıkan bu tip finansal aracın ve/veya piyasanın gelişimi bazı faktörlere bağlı olmuştur. Örneğin bu tip bir piyasa ile uluslararası yatırım ilişkileri, esnek döviz kurlarının yapısı ve serbest mal ve sermaye akımlarının özelliği gibi son derece teknik konulara bağlıdır.

Eurocommercial Papers Piyasası (Ticari Senet Piyasası), 1970'lerin başında, euro kısa vadeli senetlerle ilgili yeni bir piyasa olarak Londra'da doğmuştur. Yatırım bankaları tarafından plase edilen, firmalar tarafından çıkartılan emre yazılı bu senetlerin ikincil piyasasını finansal kuruluşlar oluşturmuştur.

Bu piyasa, başarılı sonuç elde etmiş ulusal piyasalardaki benzerlerinin bir gölgesi durumundadır. Başlangıçta ABD'de uygulanan ve ABD'de doğrudan yabancı yatırımlarına getirilen kısıtlamaların sonucu doğan bu piyasa, daha sonraları bazı ABD firmaları tarafından yurt dışından fon sağlama aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Bu senetlerin temel mantığı, bankanın spread'ini azaltmak ve fon sunan ile arzedenin tasarruflardan daha etkin bir şekilde yararlanmalarını sağlamaktır. Bu sorunyar europiyasalarda sözkonusu olmadığından, bu yolla sağlanan fon miktarı sınırlı kalmış ve piyasa uzun süre başarılı olamamıştır.

ECU Tahvil Piyasası: Geçmiş 1980'li yılların başına uzanan ECU bugün büyük boyutlarda yatırım amacıyla da kullanım talebi bulunan bi para birimi haline gelmiştir. ECU temel olarak stabilitesi ve çeşitli ulusal paralar cinsinden yükümlülüklerle karşı yatırımcılara hedging imkanı yaratmasından ötürü, çekici bir yatırım aracı durumundadır. Bu gelişim çizgisi içinde ECU kendi piyasalarını oluşturmayı başarmıştır. ECU tahvil piyasası, bunların içinde görece önemi çok yüksek olan ve işlem hacmi giderek artan bir piyasa haline gelmiştir.

Özellikle zayıf bir para birimine ve/veya ulusal para cinsinden yapılacak tahvil ihraçlarında yetersiz bir pazara sahip olan ülkeler için (İtalya, Fransa, Belçika, Danimarka gibi), ECU daha gelişmiş ve likit bir pazara ulaşmayı sağladığı gibi ulusal para cinsinde, oranla daha düşük kur ve faiz riskleri ile borçlanmaya olanak tanır. Bu riskler EMS döviz kurları anlaşmalarına taraf olmuş ülkeler için daha da düşük olup, taraf ülkenin ulusal parasının sepetteki ağırlığı arttıkça daha da önem kazanır.

ECU cinsinden borçlanma, özellikle dolarla karşılaştırıldığında zayıf ve/veya az kullanımı olan para birimine sahip ülkeler açısından, maliyetler ve kur riski arasında bir takas (trade-off) imkanı sağlamaktadır.

ECU tahvil piyasası tahvillerin nitelikleri açısından büyük bir çeşitliliğe sahip değildir. 1986'da toplam eurobond işlemlerin yaklaşık %83'ü ve 1987-89'da %95'i sabit faizli tahvil ihraçlarından oluşmuştur. Avrupa piyasalarındaki genel trende uygun olarak değişken faizli tahvil türü olan özvarlıklara bağlantılı (equitylinked) tahvillerde de ECU payı çok düşük olmuştur.²⁵

II. FİNANSAL PİYASALARDA KÜRESELLEŞME OLGUSU

1. Tanım ve Tarihsel Gelişim

Finansal piyasalarda küreselleşme olgusuna geçmeden önce küreselleşme kavramı üzerinde durmak istiyorum.

Uluslararası ekonomik ve politik olaylara heterodoks analiz yöntemleri ile bakmaya çalışanlar, yüzyılımızın son büyük eğilimi için "küreselleşme" tanısında bulunmaktadır. Küreselleşme hakkındaki retorik yaygınlaştıkça, kelime bazen "dünya ile birlikte hareket ..." cümlesi içinde ulus devletin egemenlik alanını sınırlayan bir eşiği ima etmekte, bazende "uluslararası rekabete açılmayı..." ikame etmektedir. Dışa açıklık, entegrasyon ve karşılıklı bağımlılık gibi kavramları da sırtlayan küreselleşmeye yüklenen anlam genişliği insanlığın ikibinli yılların şafağındaki "yeni çağdan" çok şey beklemesine uygun düşmekle birlikte, kavram olarak içeriğinin de henüz kesinleştirilemediğinin bir delili olmaktadır.²⁶

DPT'nin bir çalışmasında ise küreselleşmenin, ülkelerarasındaki ekonomik, politik, sosyal ilişkilerin yaygınlaşması ve geliştirilmesi, ideolojik ayrımlara dayalı kutuplaşmaların

²⁵ Parasız ve Kemal Yıldırım, Ön. ver., s.240-244.

²⁶ Levent Sanin, "Küreselleşme Tartışmaları Üzerine Bazı Notlar", Ekonomik Yaklaşım, C.5, S.14 (Ankara: Gazi Ün. Yayınları, 1994), s.97.

çözülmesi, farklı toplumsal kültürlerin, inanç ve beklentilerin daha iyi tanınması, ülkelerarasındaki ilişkilerin yoğunlaşması gibi farklı görünen ancak birbirleriyle bağlantılı olguları içerdği, bir anlamda maddi ve manevi değerlerin ve bu değerler çerçevesinde oluşmuş birikimlerin milli sınırları aşarak dünya çapında yayılması anlamına geldiği ifade edilmiştir. Tanımda yer alan değerlerin ekonomik nitelikte olabileceği gibi, politik, sosyal, kültürel nitelikte de olabilmesi mümkündür. Ülkelerdeki çeşitli piyasaların işleyiş şekilleri bu piyasaların birbirleriyle olabilecek bağlantılar hakkındaki ortak düşünceler, benimsenecek politik sistem, demokrasi, insan hakları, din ve laiklik, çevre bilinci gibi düşüncelerin evrenselleşmesi fikri bu kapsama girmektedir. Dolayısıyla küreselleşme, dünyada politika, ekonomi, kültür, hukuk, insan hakları, sağlık, eğitim vb. alanlarda meydana gelmektedir. Küreselleşme, milli ekonomilerin dünya ile bütünleşmesini, teknoloji, üretim, tüketim ve finansman piyasalarını kapsamaktadır.²⁷

1980'lerde belirginleşen ve ulus-devletlerin yapısını olduğu kadar geleneksel dünya dengelerini de değiştirip yerinden oynatarak yeni bir hiyerarşik yapılanmaya yol açan, bu yönüyle "Yeni Dünya Düzeni" adını hakeden bu batı merkezli değişim, dünya ekonomisinin tek bir bütün olmaya doğru yönelmesi anlamında "küreselleşme (globalization)" olarak adlandırılmaktadır.²⁸ Yeni Dünya Ekonomik Düzeni'nin temel öğretisel ögesi, evrensel düzeyde serbest piyasa ekonomisine geçiş; bütün ülkelerin dünya pazarıyla bütünleşmesi ve mal-hizmet-sermaye hareketlerinin tam serbestleşmesiyle küreselleşmenin gerçekleştirilmesidir. Bu amaçla, ithalat-ihracat dış ticaret koruma politikalarının etkisinden arındırılacak, fiyat sübvansiyonları kalkacak, paranın konvertibilitesi sağlanacak; devlet tekelleri kaldırılacak, kamu teşebbüsleri özelleştirilecek; mallar gibi hizmetlerin ve sermayenin dolaşımındaki kamu müdahaleleri de kaldırılacak; dolaysız yatırımlar, portfolio yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri denetimden arındırılacaktır. Böylece dünya ekonomisi, katılanları özel girişimler olan, piyasalarına rekabet koşullarının egemen olduğu ve dürtüsünün kar olduğu bir alana dönüşecektir. Devletlerin bürokratik müdahaleleri ortadan

²⁷ Rıdvan Karluk, Küreselleşen Dünyada Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar ve Entegrasyonlar (Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, 1995), s.1.

²⁸ Uğur Eser, "Küreselleşme: Tehdit mi Yoksa Fırsat mı?", Ekonomik Yaklaşım, C.6, S.17 (Ankara: Gazi Ün. Yayınları, 1995), s.5.

kalkacağı için, özel girişimler kendi rekabet güçlerine göre kazanacak ya da kaybedecek; rekabet koşulları verimliliği ve karlılığı arttıracaktır. Özetle Yeni Dünya Ekonomik Düzeni'nin hedefi, görünüşte devletlerin "asli" görevleri dışında rolünün kalmadığı ve çok küçüldüğü, özel girişimin dünya ekonomisiyle rekabet koşullarında bütünleştiği bir dünya ekonomik düzeni yaratmaktır.²⁹

Ne gibi dinamiklerden oluştuğu ve gelişme eğilimi fazlaca tartışılmadan, mediatik sloganların da etkisi altında, genel kabul gören küreselleşme olgusuna ilgi büyüktür. Yüzyıllardır süregelen ulus-devlet sistemi açısından yepyeni bir sorunsal olan küreselleşme, yeni dünya düzeni içinde kendisine yer bulmaya çabalayan Çevre³⁰ ülkeler için büyük bir "fırsat" olarak sunulmaktadır.

Bu yaklaşımın arka planında, yeni yeni oluşan bu dünya düzenine entegre olmanın çevre ülkelere ileri teknolojilerin aktarılmasını hızlandıracağı, sermayenin bu bölgelere kolayca akacağı ve Batılı ileri sanayi toplumlarıyla ekonomik, siyasal ve kültürel bir yakınlaşmanın (convergence) yaşanacağı görüşü vardır. Küreselleşme sürecine uyum gösteren ülkelerin bu yolla gecikmiş kalkınmalarını gerçekleştirecekleri, kendi bölgelerinde önemli siyasal, iktisadi ve kültürel nüfuz imkanlarına sahip olacakları ve göreceli güç ilişkilerini kullanarak dünya ekonomisinin işleyişinden "ulusal" çıkar sağlayabilecekleri söylenmektedir.

Diğer taraftan, küreselleşmenin liberalleşme ile birlikte ele alındığı, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası finans kuruluşlarının geliştirmekte olan ülkelere sağladıkları finansman imkanlarını bu sürece uyum gösterme şartına bağladıkları, bu yönde telkin ve tavsiyelerde buldukları bilinmektedir (ABD Baker Planı, Brady Planı). 1980-90 döneminde çok borçlu ülkelerin ticari banka borçlarının ertelenmesini, borç indirimi/borç yüklerinin azaltılmasını ve yeniden yapılanma için mali kaynak sağlanmasını dışa açılma,

²⁹ Gülten Kazgan, Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'nin Yeri, (İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi, 1995), s.43.

³⁰ Merkez'in dışındaki, çoğunluğunu geliştirmekte olan ülkelerin oluşturduğu, Merkez'in kararlarını ve yarattığı koşulları kendisi için "veri" almak durumunda olan ülkeler. (Aynı, s.15)

ticari ve mali serbestleşme şartına bağlayan uluslararası finans kuruluşlarının bu tutumu, küreselleşme sürecini yayan ve hızlandıran bir faktör olmuştur.³¹

Finansal küreselleşme 1980'lerde dünya ekonomisine damgasını vuran gelişmelerin en önemlisi olarak değerlendirilebilir. **Finansal küreselleşme** kavramı, ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması ve uluslararası sermaye akımlarının ileri boyutlar kazanması sürecini ifade eder. Gerçekte bu sürecin başlangıcı 1950'lere, yani Eurocurrency piyasasının oluşum yıllarına uzanır. Ancak 1980'lerde uluslararası özel finans sermaye akımlarının gösterdiği dev gelişme, haklı olarak bu on yılı "Finansal Entegrasyon" ya da "Finansal Küreselleşme"nin altın dönemi yapmıştır.

Finansal küreselleşme sürecinin incelenmesine başlamadan önce, bu sürecin ulaştığı boyutlara göz gezdirmek yararlı olacaktır. Aşağıda yeralan sayısal karşılaştırmalar, sürecin boyutları hakkında yeterli bir fikir vermektedir ("The Economist, Sept., 19,1992:8-9" Ogun, 1993, s.36'daki alıntı).

- 1980'de uluslararası banka kredileri (sınırötesi verilen borçlar ve iç piyasada döviz cinsinden kullanılan krediler) 324 milyar dolar iken, bu tutar 1991'de 7.5 trilyon dolara çıkmıştır.

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

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

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

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

-1980-90 döneminde, sınırötesi hisse senetleri ticari, yılda ortalama 120 milyar dolardan 1.5 trilyon dolara yükselmiştir.

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

- ABD, Japonya, B.Almanya ve Fransa kökenli özel doğrudan yatırımlar, 1986-90 döneminde yılda ortalama %27 artış kaydederek, yılda 61 milyar dolardan 156 milyar dolara çıkmıştır.³²

Finansal küreselleşmenin ulaştığı bu boyutlar hiç kuşkusuz sebepsiz değildir. Zaten günümüzde küreselleşme denen olgu en çok bu alanda geçerlidir.

Bilindiği gibi İkinci Dünya Savaşı sonrasında dünya ekonomisinin bir bütün olarak örgütlenip, düzenlenmesi düşüncesi gündeme gelmiştir. 1944 yılında yapılan Bretton Woods Konferansının amacı bu düzenlemeyi yapmaktır. IMF ve IBRD (Dünya Bankası) Bretton Woods konferansı ile örgütlenen küresel kurumlardır. IMF; çeşitli ulusal paraların karşılıklı değişim paritesini belirleyecek, böylece kararlılık sağlayarak bir daha 1929 krizine benzer bir olayla karşı karşıya kalınmasını engelleyecektir. IBRD'nin başlangıçtaki temel amacı ise esas olarak sermayenin uluslararası hareketi ile ilgili düzenleme olarak belirlenmiştir.³³

Bretton Woods sistemine göre ABD dışındaki tüm IMF üyeleri, resmi kurdan paralarının değerini dolar cinsinden tanımlamışlardı. Bir paranın resmi dolar karşılığına onun "dolar paritesi" adı veriliyordu. ABD'nin ise ayrıcalıklı bir durumu vardı. Bu ülke doları, başka bir ülkenin parasına değil, 1 ons ağırlığındaki altın: \$35 fiyatından altına bağlamıştı. Her ulusal paranın bir dolar paritesi olduğu ve dolarda sabit fiyattan altına bağlandığı için tüm

³² Ongun, Ön. ver., s.35-36.

³³ Gencay Şaylan, Değişim Küreselleşme ve Devletin Yeni İşlevi (Ankara: İmge Kitabevi, 1995), s.169.

ulusal paraların dolaylı olarak bir de "altın paritesi" bulunuyordu. Amerika ayrıca, yabancı merkez bankalarına ellerinde biriken dolar stokunu Federal Rezerve Bank'a arz etmeleri durumunda, sabit resmi fiyattan onlara altın satma sorumluluğunu yüklenmişti. Görüldüğü gibi sistem dolaylı da olsa altına dayanmaktaydı. Bu özelliklerinden ötürü sisteme "altın kambiyo sistemi (gold exchange system)" de denmiştir.³⁴

Sözü edilen bu kurumlaşma içinde kalkınma ve gelişme sorunu yoktur; bir başka deyişle gelişmekte olan ülkelerin özel konum ve sorunları üzerinde durulmamıştır. Savaş sonrası dünyaya egemen olan ekonomik konjonktür de bu alanda acil bir sıkıntı olmadığını ortaya koymuştur. 1950'li ve 1960'lı yıllar ekonomik açıdan, gerçekten altın bir dönem olarak nitelenebilmektedir. Savaşın yıkıcı etkilerini yaşayan gelişmiş ya da sanayileşmemiş ülkeler ABD'nin yardım ve katkıları ile çok yüksek bir ekonomik büyümeyi gerçekleştirmişlerdir. Savaş sonrası dönemde sanayileşmiş ülkeler sifıra yakın bir enflasyon ve tam istihdam koşulları içinde hızlı bir büyüme ile savaş yaralarını sarmayı başarmışlardır. Gelişmiş, sanayileşmiş ülkelerin yüksek bir büyüme hızı tutturmaları toplam dünya ticaretinin hızla gelişmesi, ülkelerarasındaki sermaye hareketlerinin yoğunlaşması demektir. Bu ise doğal olarak gelişmekte olan ülkeler açısından da olumlu sonuçlara yol açmış, onların kalkınma ve gelişme çabalarına küçümsenmeyecek katkılar sağlanmıştır.

İkinci önemli nokta, bu süreç içinde gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru sermaye transferinin hızlanmasıdır. Bu sermaye hareketi, kısmen ekonomik gerekçelerden, kısmen de politik endişelerden kaynaklanmış gözükmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin kaynaklarını değerlendirmek, bu ülkelerdeki işgücünün görece ucuzluğundan yararlanmak vb. amaçlarla gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru bir sermaye akımı olmuştur. Buna ek olarak, rakip ideoloji ve bloklar ile yarışmak, gelişmekte olan ülkeyi rakibin politik etki alanına girmesini önlemek için gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru ekonomik yardım ya da benzeri türde bir sermaye transferi olmuştur.

³⁴Halil Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, (İstanbul: Güzem Yayınları, 1996), s.497.

Sonuç olarak 1950'li ve 1960'lı yılların gelişmekte olan ülkeler açısından olumlu bir dönem olarak değerlendirilebileceği söylenebilmektedir. Gerçekten de sözü edilen bu dönem içinde gelişmekte olan ülkeler yılda yaklaşık %6-8 oranında bir hızla ekonomilerini büyütmişlerdir. Bu aynı zamanda yapısal bir değişmeyi ifade eden kalkınmanında hız kazanması anlamına gelmektedir. Gelişmekte olan birçok ülke sözü edilen bu on yıllık dönemde hiç de küçümsenemeyecek bir sanayi dönüşümünü gerçekleştirmişlerdir. Örneğin Türkiye'de hiç kuşkusuz bu grup içinde ele alınması gereken ülkelerden biridir.³⁵ (Bkz. Tablo3).

Tablo 3
Türk Ekonomisine İlişkin Temel Göstergeler (1950-1960)

Yıllar	Reel GSMH Yıllık Ar.H. (%)	Yıllık Fiyat Artış Hızı	Yatırım GSMH (%)	İç Tasarruf GSMH (%)
1950	9.4		9.6	8.3
1951	12.8	3.0	10.3	8.1
1952	12.0	6.8	12.8	9.0
1953	11.2	6.3	12.4	9.7
1954	-2.9	12.0	14.7	11.3
1955	7.9	9.9	14.3	11.9
1956	3.2	13.2	13.4	12.5
1957	7.8	19.6	13.2	12.4
1958	4.5	11.8	14.0	13.0
1959	4.0	18.8	15.6	12.6
1960	3.4	3.9	15.9	13.4

Kaynak: DİE, DPT, Maliye Bakanlığı" Kazgan, Ekonomide Dışa Açık Büyüme, 1985, s.315'den uyarlandı.

Yine 1960'lı yılların ve 1973'e kadar geçen dönemin Merkez açısından ne kadar olumlu bir tablo sergilediği Tablo4'den izlenebilir: Gerek AT (12), gerek ABD, gerekse Japonya yüksek GSYİH artış hızı (sırasıyla yılda %4.8, %3.8 ve %10.5), çok düşük işsizlik oranları (sırasıyla :%2.3, %4.2 ve %1.2) ve ihmal edilebilir düzeyde enflasyon (sırasıyla %4.4, %3 ve %5.4) oranlarıyla bu dönemi çok parlak bir başarı çizgisinde tamamlamıştır.

Küreselleşme söyleminin yaygınlaşmaya başladığı yıllar, Merkez³⁶ de sermayenin kar hadinin düştüğü ve duraklamaya başladığı dönemle, aynı zaman dilimine denk gelmektedir.

1970'li yılların başında dünya pazarlarındaki paralar, altın ve hammaddeler üzerinde büyük spekülasyonlarla başlayan sarsıntı, Bretton Woods para sisteminin çökmesiyle (doların altın döviz standardından ayrılması) sürmüştür. 1973 yılı sonunda OPEC'in petrol fiyatları konusunda elde ettiği başarı ve ABD'nin Vietnam'daki yenilgisi bu dönemin doruk noktası olmuştur.

Tablo 4, 1974-83 yılları arasındaki on yıllık sürede Merkez ülkelerine ilişkin göstergelerin önceki yıllara oranla bozulmakla kalmayıp, giderek kötüleştiğini ortaya koymaktadır: 1974-80 arasında AT(12), ABD ve Japonya için ortalama yıllık GSYİH artışı sırasıyla %2.4, %2.2 ve %3.6 iken, bu oranlar 1980-83 arasında sırasıyla %0.9, %0.7 ve %3.3 olmuştur. İşsizlikteki sıçrama ise, Japonya hariç, AT(12) ve ABD'de (sırasıyla %4.8'den %8.2'ye ve %6.8'den %8.5'e) ciddi boyutlardadır. Oysa Japonya'da GSYİH artış hızı yavaşlasa da diğerlerinin çok üstünde olduğu gibi, işsizlik oranı yine çok düşük düzeylerde: 1974-80 arasında %1.3'den 1980-83 arasında sadece %2'ye çıkmıştır. Enflasyon konusunda da aynı farklılık gözlenmektedir: AT (12)'de çift haneli olan enflasyon hızı ABD'de %7.8 kadar, Japonya'da 1980'li yılların başında %2.9'a kadar inmiştir.

36

Dünya ekonomisinin gidişini ekonomik güçlerinin büyüklüğüyle belirleyen, aynı zamanda işleyiş biçimini belirleyecek kuralları koyan, yönetim ve denetim işlevlerini gerçekleştiren ileri sanayileşmiş ülkeler. (Kazgan, Ön. ver., s.15.)

Tablo 4
Merkez Ülkelerde (sabit fiyatlarla) GSYİH, İşsizlik ve GSYİH Deflatörü
Ortalama Yıllık Artış Hızı (1961-1993)

Yıllar	GSYİH (%)			İşsizlik (%)			Enflas. H. (%)		
	AT-12	ABD	Japon.	AT-12	ABD	Japon.	AT-12	ABD	Japon.
1961-1970	4.8	3.8	10.5	2.3*	4.2	1.2	4.4	3.0	5.4
1971-1980	3.0	2.8	4.5	4.1	6.4	1.8	10.9	7.4	7.7
1971-1973	4.6	4.4	6.7	2.7	5.5	1.3	7.9	5.5	8.1
1974-1980	2.4	2.2	3.6	4.8	6.8	2.0	12.2	8.2	7.7
1981-1990	2.3	2.5	4.2	9.6	7.1	2.5	6.7	4.7	1.7
1980-1983	0.9	0.7	3.3	8.2	8.5	2.3	10.7	7.4	2.9
1984-1990	3.0	2.8	4.6	9.9	6.3	1.4	5.3	3.8	1.4
1991-1993	1.1	1.0	2.5	9.8	7.1	2.1	4.6	3.0	1.9

Kaynak: "OECD" Kazgan, Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'nin Yeri, 1995, s.49'dan uyarlandı.

* 1964-1970 dönemi tahminidir.

Yukarıdaki göstergeler 1974-83 yılları arasında AT (12) ve ABD'de GSYİH artış hızının düşüşünün ve işsizlik oranı artışının ciddi boyutlarda olduğunu, fakat Japonya'nın bu olumsuzlukları kısa sürede atlatıp, eski dinamizmine kavuştuğunu ortaya koymaktadır. 1960'lı yıllarda yine Japonya'nın diğerlerinin kat kat üstünde (kişi başına yılda %10 gibi) hızla büyümesi, böylece merkez içinde yeni ve imtiyazlı bir konuma gelmesini sağlamıştır. Yani durgunluk aynı zamanda Merkez'in iç dengelerini bozan değişimler yaratmıştır. Buna 1980'li yılların başından itibaren ABD'nin büyüyen bütçe açıkları ve dış açıklarına karşılık Japonya'nın sürekli olarak ABD karşısında dış fazla sağlıyor olması, ABD açıklarını büyüten ülke konumuna gelmesine neden olmuştur. Ayrıca Asya Kaplanları olarak tanımlanan Güney Kore, Tayvan, Hong Kong ve Singapur gibi ülkelerin Japonya Modeli'ni izleyerek, serbest

piyasa ekonomisi kuralları dışında, her türlü devlet desteği ile, ithalat ve ihracat korumacılığı altında, sanayi ve ihracat alanlarında elde ettiği başarılar Uzakdoğu'da rekabet gücü yüksek yeni bir merkez oluşmasına neden olmuştur. Böylece son iki yüzyıllık ekonomi tarihinde Batı'nın gücünü sorgulayan ve farklı yöntemlerle çalışan yeni bir "ekonomik güç merkezi" ABD ve AT duraklarken ortaya çıkmıştır.

1974'den itibaren gelişmeye başlayan olumsuzluklar, uzun süreli olmuştur. GOÜ'leri uluslararası bankalardan denetimsiz olarak borçlanmaya teşvik ederek, petrol fiyatındaki artışın yarattığı pazar daralmasını aşma politikasının ise yeni rizikolara yol açacağı, 1978'de başlayan borç krizleriyle anlaşılmıştır. (Türkiye dahil) bir dizi ülke, borç faizlerini ödeyemez duruma düşmüştür. 1979-80'deyse petrol fiyatında yeniden yüksek oranlı bir artışı OPEC gerçekleştirdince, bu kez 1982'de Latin Amerika'nın dış borcu çok yüksek ülkelerinin borç faizlerini ödeyemez duruma düşmesi izlemiştir. Örneğin bazı Çevre ülkelerin 1980 ve 1991 yıllarında dış borçlarının GSMH'larına oranları şöyledir:

Tablo 5
Bazı Çevre Ülkelerin Dış Borçlarının GSMH'larına Oranı

	1980 (%)	1991 (%)
Filipinler	53.8	70.2
Kolombiya	20.9	43.5
Arjantin	48.4	49.2
Brezilya	31.3	28.8
Polonya	16.3	68.5
Çekoslovakya	9.8	29.5
Türkiye	34.3	48.1
Güney Kore	48.7	14.4

Kaynak: "World B., World Development Report, 1994" Şaylan, 1994, s.177'den uyarlandı.

1970'li yıllarda bu istikrarsızlık sürerken Merkez'in iç çatışmaları şiddetlendiği gibi, bunalımdan etkilenme oranı ve süresi de çok farklı olmuştur. Ayrıca dünya finans sisteminin yaşayabilirliğini tehdit eden ağır borçlu ülkelerin denetime alınması gereği, küreselleşme söyleminin doğmasına neden olmuştur. 1980'li yılların başından itibaren Merkez ve onun

etkisiyle Çevre mali piyasalarını ve sermaye hareketlerini her türlü denetimden arındırma yoluna girmiştir.³⁷

Sonuçta, finansal yenilikler ve dış piyasalardan kredi bulma olanağı, birçok ülkede parasal otoriteleri miktar kısıtlamalarından uzaklaşmaya yöneltirken, kredi itibarına sahip ülkelerin, bütçe ve cari işlemler açıklarını, daha uzun süreler, dış kaynaklardan finanse etmelerini de mümkün kılmıştır.³⁸ 1984-89 arası yıllar Uzakdoğu dışında kalan GOÜ'lerin krizlerine karşılık, Merkez için güçlü bir canlanmaya tanık olmuştur (Bkz. Tablo4). Ne varki sermayenin kar haddinin yükselmiş olması, Merkez içi sürtüşmeleri çözümlenmeye yetmemiş ve SSCB'nin de yıkılmasıyla 1980'li yılların sonunda Merkez; ABD, AB ve Japonya olmak üzere üç bloğa ayrılmıştır.

1980'li yıllar bitip 1990'lı yıllar başlarken, Merkez yeniden durgunluğa girmiş, GSYİH'nin artış hızı ABD'de %1 seviyesine kadar düşmüştür. Tek olumlu gösterge enflasyon hızının 1960'lı yıllardaki düşük düzeyine inmiş olmasıdır (%5'in altında Bkz. Tablo4). Çöken Doğu Bloku alanı, Merkez'in sermayesine kar haddini arttırmak için yeni olanaklar getirmekle birlikte, ne Merkez içinde bulunduğu durgunluğu atlatabilmiş, ne de küreselleşme sürecine katılmak için yola çıkan bu ülkeler tüketim toplumu olabilecek istikrarlı bir gelişme sürecine girebilmiştir.³⁹

2. Finansal Küreselleşmenin Dinamikleri

1980'lerde ivme kazanan finansal küreselleşmenin dinamiklerini kavrayabilmek için, küreselleşme sürecinin temelindeki etkenleri anlamak gereklidir. Söz konusu etkenler beş maddede ele alınabilir. Bunlar;

1. Reel sektördeki ve dünya ticaretindeki gelişmeler,
2. Teknolojik devrim,
3. Finansal liberalizasyon,

³⁷ Kazgan, Ön. ver.

³⁸ Ongun, Ön. ver., s.40.

³⁹ Kazgan, Ön. ver.

4. Menkul kıymetleştirme ve

5. Dışsal-konjonktürel nedenlerden oluşmaktadır.

Yukarıda özetlenmeye çalışılan etkenler birbiriyle karşılıklı etkileşim içinde olmuştur. Farklı ülkelerde, ufak tefek farklılıklarla gündeme gelen bu etkenler, küreselleşmenin dinamiklerini oluşturmuştur.

1. Reel sektördeki ve dünya ticaretindeki gelişmeler; üretimin uluslararasılaşması, Çok Uluslu Şirketlerin (ÇUŞ) doğrudan yatırımlarının önem kazanması ve dünya ticaretinin hızlı bir genişleme sürecine girmesiyle ilintilidir.

Bilindiği gibi ÇUŞ; II Dünya Savaşı ertesinde gündeme gelen bir olgudur. Başlangıçta Amerikan özel dolaysız yatırımlarının daha çok Batı Avrupa'da öncülüğünü yapan ÇUŞ; zamanla diğer sanayileşmiş ülkelerde ve nihayet Yeni Sanayileşen Ülkelerde ortaya çıkmıştır. 1970'lerin sonuna kadar ÇUŞ'un global yatırımları içinde ABD'nin payı %50 dolayındayken, 1990'da %19'a düşmüştür. Hemen tamamı ÇUŞ'a ait olan özel doğrudan yatırımların, 1980'lerden başlayarak kayda değer bir artış gösterdiği görülmektedir. 1980-84 döneminde yılda ortalama 40 milyar dolar düzeyinde olan bu yatırımlar, 1985-89'da yılda 126, 1990'da ise 214 milyar dolar düzeyine yükselmiştir.

Üretimin uluslararasılaşmasının bir yüzünde ÇUŞ yatırımları, diğer yüzünde ise firma içi ticaret yazılıdır. Öyle ki daha çok hammadde ve ara malı ticaretini kapsayan ve ÇUŞ ile ona bağlı şirketler arasında gerçekleşen firma içi ticaretin, ABD dış ticareti içindeki payı %40'dır.

ÇUŞ yatırımları, 1960'lardan beri Europiyasaların gelişmesinde önemli bir rol oynamıştır. ÇUŞ; gerek işletme sermayesi, gerek dış ticaret ve gerekse sabit sermaye yatırımlarının finansmanında, Europiyasalara artan ölçüde başvurmuşlardır. Bunun ana nedeni; rekabetçi özelliği ağır basan Europiyasalarda faiz oranlarının baştan beri resmi otoriteler tarafından değil piyasada belirlenmesi, daha düşük olması, bu piyasaların ulusal ekonomik politikaların dışında kalması ve bu piyasalarda işlem gören menkul değerlerin

fiyatlarının vergiye ve diğer kısıtlamalara tabii olmamasıdır. Europiyasaların sunduğu olanaklar, bu piyasaları ÇUŞ açısından çekici kılmıştır.

Dünya ticaretinin gösterdiği hızlı genişleme de, uluslararası finansal piyasaların önemini arttırmıştır. Örneğin dünya üretimi 1965-1980 döneminde yılda ortalama %4.0; 1980-90 döneminde %3.2 oranında artarken, bu oranlar aynı dönemde dünya ihracatı açısından %6.6 ve %4.3 olarak gerçekleşmiştir.⁴⁰

2. Teknoloji, bir başka deyişle insanın yaşamına uyguladığı bilgi ve yeteneği sürekli geliştirmektedir. Bu gelişme zaman zaman hızlanıp, zaman zaman yavaşlamakta ama kesintisiz bir biçimde süregelmektedir. Bununla beraber teknolojinin, yani insanoğlunun yaşama uyguladığı bilgi ve beceri düzeyinin bazen büyük sıçramalar yaptığı söylenebilmektedir. Bu tür kapsamlı ve nitel özelliği olan bilgi ve beceri patlamasını teknolojik devrim kavramı ile tanımlamak mümkün gözükmemektedir.

Yeni teknolojik devrimin en belirgin olarak ortaya çıktığı alan bilişim, iletişim ve ulaşım olarak nitelenebilmektedir. Elektronik alanındaki bilimsel buluşlar ve bunların hızla sanayiye uygulanması dünya ölçeğinde bir iletişim ve bilişim patlamasına yol açmıştır. Böylece etkin ve merkezileşmiş iletişim ağları ile evrensel bir kültür, en azından tüketim ve eğlence normları açısından ortaya çıkmış bulunmaktadır. Bunun tüm dünyayı ve insanları kapsayan evrensel bir kültür sentez değil denetlenen bir akültürasyon süreci olduğu kolaylıkla gösterilebilmektedir. Tüketim toplumu ve küreselleşme yoğunlaşmış sermayenin dünyayı bütünleştirme akslarıdır. Yani bir başka deyişle, Merkez'in yeni ve evrensel bunalımı sermayenin yoğunlaşması ile aşılmaya çalışılmaktadır. Teknolojik devrim bu yeniden yapılanmayı belirleyen ana değişken işlevi görmektedir ve tüketim toplumu ile küreselleşme, sözü edilen yeniden yapılanmanın alt sistemleri görünümü vermektedir.⁴¹

Teknolojik devrim; finans piyasalarında maliyetlerin düşmesini sağlayarak, yatırımcıların yeni alanlara girmelerini kolaylaştırmıştır.

⁴⁰ Ogun, Ön. ver., s.36-37.

⁴¹ Şaylan, Ön. ver., s.100-101.

Teknolojik devrim öncelikle 24 saat işlem yapılabilmesini mümkün kılan bir iletişim ağını ortaya çıkarmıştır. Bu ağ sayesinde dünyanın en büyük finans merkezleri olan New York-Londra-Tokyo üçgeninde mali işlemler kesintisiz olarak yapılabilir hale gelmiştir.

Bu gelişmenin en önemli sonuçlarından biri, gerek kurumsal, gerekse bireysel yatırımcıların dış piyasalarda geniş bir yelpaze içinde risk çeşitlendirmesi yapabilecekleri yatırım portföylerinin oluşabilmesidir.

Kuşkusuz ucuz bilgisayar gücünün finans piyasalarına girmesi, bilgi işlem sürecini kısaltarak, yatırım fonlarının akışkanlığını büyük ölçüde arttırmış ve bir dizi yeni finansal ürünün yaratılmasını sağlamıştır. Bilgisayar teknolojisi kullanımının yaygınlaşması, bireylerin yatırım portföylerini yönetmelerini de kolaylaştırmıştır.

3. Geçtiğimiz yılların sihirli sözcüğü haline gelen "finansal liberalizasyon" ise, ulusal finans piyasalarını birbirinden ayıran setlerin yıkılmasında belirleyici rol oynamıştır.

Finansal liberalizasyon, genellikle hükümetlerin bankacılık sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli ölçüde gevşettiği "deregülasyon" uygulamalarının bir sonucu olarak değerlendirilir. Bu görüşü savunanlar, dünyanın bir çok ülkesinde 1970'lerin sonlarıyla, 1990'ların başları arasında yer alan zaman diliminde, finansal yapılar üzerindeki resmi denetimlerin zayıflamasının, uluslararası sermaye akımları ve uluslararası finans piyasaları üzerinde yarattığı uyarıcı etkiye dikkat çekmektedir.

Deregülasyon hiç kuşkusuz böyle bir rol oynamıştır. Faiz oranları ve kredi tavanlarına ilişkin kısıtlamaların kaldırılması, bankaların hisse senedi işlemlerine serbesti getirilmesi, tahvil ihracına konmuş sınırlamaların iptali, çeşitli bankacılık işlemlerinden vergi ve harçların alınmasına son verilmesi ve özellikle kambiyo rejimlerinde yapılan değişikliklerle uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, bu bağlamda büyük önem taşımaktadır.

Ancak deregülasyonun, finansal liberalizasyonun bir nedeni olduğu kadar, sonucu da olduğu gözardı edilmemelidir. Şöyle ki, 1950'lerin ve 1960'ların finansal yapıları, büyük

ölçüde resmi denetimin biçimlendirdiği yapıları ve bunlar 1970'lere gelindiğinde, genişleyen ve çeşitlenen finansman ihtiyacını karşılayamaz ve Europiyasalarla rekabet edemez duruma gelmişti. Dolayısıyla sistemin dinamikleri, finansal işlemlerin eskiden çizilmiş sınırları aşmasına, çoğu kez de bunun gerçekleşmesini sağlayacak yeni finansal araçlar ve yeni yöntemler geliştirilmesine yolaçmıştır.

1950'lerin ve 1960'ların ulusal finans piyasalarının ana özelliği kısımlara ayrılmış olmasıydı. Bazen gelenek, bazende kamu müdahaleleri sonucunda, bu piyasalarda hangi finansal kurumun hangi işi yapacağı, ya da belli bir finansal işlemin nerede yapılacağı belirlenmişti. Bu statünün, kaynak yönünden avantajlı kurumlar lehine yarattığı tekelci-oligopolcü eğilimlere karşı regülatör devlet, başta faiz haddi ve kredi kontrolleri olmak üzere çeşitli araçlarla mücadele etmeye çalıştı. Bunun sonucunda finans sektöründe fiyatlar, bilgi taşıma işlevini yerine getirir olmaktan uzaklaştı. Finansal piyasalardaki borçlu-alacaklı ilişkilerinin düzenlenmesi de, özel expertiz ve özel mali istihbarat birimlerinin işlevi haline geldi. Hiç kuşkusuz bu tür bir finansal yapı, dış rekabete karşı korunmadan ayakta kalamazdı. Kambiyo rejimlerinde konmuş olan sermaye kontrolleri işte bu görevi yerine getirdi.

Regülasyona dayanan eski finansal yapı, 1970'lerde, dalgalı döviz kuru sistemine geçiş, faiz hadlerinin yükselmesi, dış ticaretin finansmanının önem kazanması gibi etkenlere bağlı olarak zorlanmaya başladı. Sistemin yarattığı fiyat çarpıklıkları kısıtlara yolaçıyor ve yeni kazanç olanakları doğuruyordu. Sistem içten içe zayıflıyor ve çöküyordu. Bir dizi yeni finansal aracın gelişmesi bu süreci hızlandırdı. Anılan finansal araçlar arasında, değişken faizli krediler, değişken faizli tahviller, hisse senedine konvertibl bonolar, opsiyon tahvilleri, tranş ihraçları ile kur riskine karşı korunma amacıyla geliştirilen futures, options ve swap işlemleri sayılabilir.

Bu gelişmeler sonucunda, regülasyonun yoğun olduğu ülkelerde, Europiyasalar karşısında rekabet gücü azalan finans kesiminde, regülasyonun kaldırılması doğrultusunda lobi faaliyetine başlandı. Hükümetler 1970'lerin sonlarından itibaren, ulusal finans sistemleri

üzerindeki denetimleri kaldırmaya başladılar.⁴² 1980-90 dönemi, faiz oranlarının idari kararlar dışında serbest piyasa koşullarına göre oluştuğu, finans piyasalarındaki çeşitli kontrol ve sınırlandırılmaların kaldırılarak, sermaye giriş ve çıkışlarının kolaylaştığı bir dönemdir. Para ve kambiyo rejimlerinin serbestleştirilmesi, finansal araçların çeşitlenmesi ve kurumsal yatırımcıların ortaya çıkması bu döneme rastlar. Bu yıllarda finansal hizmetler en hızlı gelişen sektörlerden biri olmuştur.⁴³

4. Kredi işlemlerinin yerini menkul kıymet işlemlerinin alması, finansal küreselleşme sürecinin temelindeki bir başka etkidir. Securitization olarak bilinen bu olgu, finansal araçların çeşitlenmesinin ulusal finans sektörlerinin dışa açılmasının, döviz piyasalarının genişlemesinin ve uluslararası finans piyasalarından uzun vadeli kaynak talebinin artmasının sonucudur.

1970'lerde yaklaşık %40'ı uluslararası bankalara yatan ve özellikle Eurocurrency piyasasına büyük bir canlılık getiren OPEC ülkelerinin dış fazlalarının 1980'lerde azalmaya başlaması, bankaları uzun vadeli borç ihracına yöneltmiş, tahvil gibi uzun vadeli yatırım araçlarının getirilerinin yüksekliği menkul kıymetleştirmeyi özendirmiştir. 1980'li yıllarda, ABD'nin dünyanın en büyük borçlusu durumuna gelmesi ve bütçe açıklarını hazine bonusu ve devlet tahvili ihracı yoluyla kapatmaya çalışması, Japonya ve Almanya gibi ülkelerin ise dış fazlaları sayesinde büyük kreditorler olarak bu açıkları finanse edebilmeleri, menkul kıymet işlemlerinin önemini arttırmıştır. Nihayet 1980'lerin uluslararası borç krizi, birçok ülkenin kredi riskini yükselterek, kredi maliyetlerini arttırmış, kaynak talep eden özel ve resmi kurumları, uluslararası piyasalara menkul kıymet ihracına yöneltmiştir.⁴⁴ 1980'li yıllarda 3-4 milyar dolar düzeyinde olan portföy yatırımlarının tutarı 1994 yılında 100 milyar doları aşmıştır. Sermaye akımının güçlü olduğu 1970'li yıllarda, toplam sermayenin %15'i doğrudan yatırımlardan, geri kalan kısmı ticari banka kredilerinden oluşmaktaydı. 1990'lı yıllara girerken uluslararası sermaye akımlarının %80'i portföy yatırımları ve doğrudan

42 Ogun, Ön. ver., s.37-39.

43 Eser, Ön. ver., s.12.

44 Ogun, Ön. ver., s.39.

yatırımlardan oluşmaktadır. 1983-90 yıllarında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki artış oranı %30'dur ve bu oran aynı dönemde dünya ihracat artışının 3, üretim artışının 4 katı büyüklüktedir. Dünya finans piyasalarında spekülasyon para hareketlerinin günde 1 trilyon doların üzerinde olduğu tahmin edilmektedir.⁴⁵

5. Reagan yönetimi altında uygulanan sıkı para ve gevşek maliye politikasının , iç talepte, faiz hadlerinde ve doların dış değerinde yol açtığı artış, uluslararası finans piyasalarının gelişmesi üzerinde etkili olmuştur.

1979'un son çeyreğiyle 1982 sonu arasında, üç ay vadeli ABD Hazine Bonolarının reel faiz oranları %3.5 düzeyindeydi ve bu, geçmiş 26 yılda geçerli faiz oranlarının 2-2.5 kat üstündeydi. Uluslararası faiz oranı farklarının ABD lehine seyretmesinin de etkisiyle, ABD dolarının reel efektif kurunun 1980 yılı ile 1985'in ilk çeyreği arasında %43 değer kazandığı görülmektedir.

1980'lerde dış dengesizliklerin yanısıra, döviz kuru dalgalanmalarının da, uluslararası finans piyasalarının gelişmesi üzerinde etkisi olmuştur. Doların başlıca konvertibl paralar karşısında 1980'lerin ilk yarısında hızla değer kazanması, buna karşılık 1985 Eylül'ünden başlayarak 1990'a kadar hızla değer yitirmesi, döviz kuru değişmelerinden kaynaklanan riski ve buna karşı korunmayı ön plana çıkarmıştır. Uluslararası finans piyasaları bu gereksinime, opsiyon, future işlemleri ve diğer hedging teknikleriyle cevap vermiştir. Aynı şey, özellikle 1980'lerin ilk yarısında, yüksek ve değişken faiz hadlerinin yarattığı sorunlar için de geçerli olmuştur.

Nihayet yüksek ve değişken faiz hadleri, başlıca ulusal piyasalardaki (özellikle ABD, B. Avrupa ve Japonya) faiz oranı farklılıklarının artmasıyla birleşince, faiz arbitrajının sağladığı kazançlarda büyümüştür.⁴⁶

Geleneksel (Fordist) üretim yöntemlerini kullanarak kitle tüketimine giren malları üretmenin artık karlı olmaktan çıkması ve reel ekonomiden kaçan sermayenin, finans

⁴⁵ Escribano, Ön. ver., s.12.

⁴⁶ Ongun, Ön. ver., s.36-40.

sektörüne yönelmesi, finansal küreselleşmeyi hızlandıran bir diğer faktör olmuştur. Böylece uluslararası şirketler tarafından yönlendirilen yatırım fonları, spekülasyon para hareketleri şeklinde dünyanın diğer bölgelerindeki getirisi yüksek ve riski daha düşük faaliyet alanlarına yönelmiştir. Bugün uluslararası sermaye metropol ülkelerinde nispi karlılığı daha yüksek hizmet sektörlerinde ve teknoloji-yoğun yeni imalat sanayi dallarında yoğunlaşırken, Çevre ülkelerde kısa dönemli, riski daha az ve karlılığı oldukça yüksek finans, ulaştırma, telekomünikasyon gibi hizmet sektörlerini tercih etmektedir. Yeni yatırımların ileri teknolojiye dayalı oluşu ve büyük finans sermayesini gerektiren bu projelerin uluslararası kuruluşlar (Dünya Bankası) tarafından desteklenmesinin de finans sektörünün büyümesinde rolü vardır.

Çevre ülkelerde, 1980'li yıllarda, mali ve reel sektörlerde gerçekleştirilen reformlarla, ticaret ve kambiyo rejimlerinin serbestleştirilmesi, bu süreci hızlandıran bir diğer faktördür. Esasen bir çoğu iç ve dış borçların baskısı altında olan bu ülkelerde uluslararası piyasalarda oluşan büyük miktarlardaki bu fonlara güçlü bir talep de oluşmuştur. Bu yıllarda dışa açılan ancak finansman ihtiyacını, yüksek faiz ve yararlanılabilir kaynakların azalması (crowding-out) nedeniyle karşıyalamayan şirketler, yeni yeni gelişen ve hızla küreselleşen finans piyasalarından (emerging market) fon temin etme olanağı bulmuşlardır. Bu ülkelerde reel faizlerin çok yüksek ve döviz kurlarının düşük tutulması, önemli arbitraj marjlarının oluşmasına yol açmış, "sıcak para" olarak da adlandırılan kısa vadeli sermaye girişlerine ortam yaratmıştır. Finansal serbestleşmeye bağlı sermaye hareketleri, yerli şirketlerin kaynak sağlamasını kolaylaştırırken, hükümetler de büyüme hızlarını düşürmeden ve daha acı reçetelerle tüketimi kısmadan istikrar programlarını sürdürebilme fırsatını yakalamışlardır.

Finansal serbestleşme ve dış mali işlemlerin liberalizasyonunun bu yıllarda dünya ölçeğinde hızla yaygınlaşan özelleştirme faaliyetleriyle de yakın bir ilgisi vardır. Dış ödemelerde ve kamu kesiminde büyük açıklar veren, makroekonomik istikrarı sağlayamamış, büyüme hızları düşmüş olan az gelişmiş ülkeler, 1980'li yıllarda krizden kurtulmayı liberalleşme ve dışa açılma programlarının uygulanmasında aramışlardır. Bu yıllarda bir çok ülkede finans sektörünün büyümesi ve serbestleştirilmesi yönündeki

reformlar, dış ticaretin serbestleştirilmesi, kamu işletmelerinin özelleştirilmesi ve diğer parasal ve mali reformlarla birlikte yürütülmüştür. Bir yandan reel ve mali sektörlerde serbestleşme yönünde reformlar yapılırken, diğer yandan kamu kesimini küçültüp, zaman içinde tasfiye ederek, özel girişimciliği ön plana çıkaran özelleştirme programları uygulanmıştır. Mülkiyeti kamuda olan pek çok işletme doğrudan/blok satışlar şeklinde özel kesime devredilmiştir. Özelleştirmelerin bir kısmı, özellikle Latin Amerika örneğinde görüldüğü gibi, borç indirimi anlaşmalarına, yeni borç ödeme planlarına bağlanmış, ya da borçların kamu varlıkları ile takas edilmesi şeklinde gerçekleşmiştir. Bütçeye gelir sağlama, portföy yatırımlarını özendirmek, yerel sermaye piyasalarını (hisse senetleri piyasasını) ve borsaları geliştirmek, uluslararası mali kuruluşlara (özellikle alacaklı şirketlere) güven telkin etmek gibi değişik amaçlar da özelleştirme hareketinde etken olmuştur. Bunun sonucu olarak, uluslararası finans kuruluşlarının da onayıyla, bu ülkelere büyük miktarlarda sermaye akımı başlamıştır.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesinde, bugün az gelişmiş ülkelerde revaçta olan bir kuramın, finansal serbestleşme kuramının, finans alanında dışa açılmanın tasarrufları arttırma, sermaye birikimi ve hızlı büyüme için uygun bir ortam sağlayacağına dair önermelerinin de büyük payı vardır. Bu kuram, finans sektöründeki büyüme ve serbestleşmenin yurtiçi tasarrufları arttırma ve kaynak tahsisini iyileştirme yönünde olumlu etkilerinden söz etmektedir. (III. kısımda bu kuram ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır). Dünya çapında gelişen piyasalarla bütünleşen ve finans alanında dışa açılan ülkeler, sermaye verimliliğinin yükselmesi ve üretken yatırımların artmasıyla, kişi başına gelirden gelişmiş ülkelere yakınlama olanağını da sağlayacaklardır. Son on yılda, bir çok gelişmekte olan ülke yurtiçi tasarrufları harekete geçirmek, ülkeye yabancı sermaye çekmek ve kaynak tahsisini iyileştirmek gibi amaçlarla iç mali piyasalar ve dış mali işlemlerde serbestleşme politikalarını büyük bir kararlılıkla uygulamışlardır. Yabancıların yurtiçi piyasalarda tahvil, hisse senedi, bono alıp satması, döviz hesabı açtırma, repo vb. işlemlerle mali piyasalara girişleri ve bunlarla ilgili sermaye transferleri bugün birçok ülkede serbesttir.⁴⁷

47

Eser, Ön. ver., s.12,13,14.

III. TEORİK AÇIDAN FİNANSAL KÜRESELLEŞME

1. Finansal Küreselleşmeyi Destekleyen Görüşler

Finansal küreselleşmeye ilişkin teorik çalışmalar, finansal liberalizasyon konusunda yoğunlaşmıştır. Ulusal finans piyasalarını birbirinden ayıran setlerin yıkılmasında belirleyici bir rol oynayan finansal liberalizasyona yönelik teorik çalışmaları finansal küreselleşme başlığı altında incelemenin hatalı olmayacağı düşüncesindeyim. Finansal liberalizasyonun, nominal faiz oranına piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan mali baskı uygulamasına ve diğer kısıtlayıcı önlemlere son verilerek, faiz oranlarının idari kararlar dışında serbest piyasa koşullarına göre oluştuğu bir süreci ifade ettiğini daha önce de belirtmiştik. Bir ekonomide finansal liberalizasyon sürecine geçilmesiyle, serbest bırakılan faiz oranlarının tasarruf-yatırım dengesini sağlayacak önemli bir değişken rölü oynayacağı ve finans kesimi ile piyasalara ilişkin tüm bilgileri taşıyan bir gösterge haline geleceği beklenmektedir. Finansal liberalizasyona ilişkin bu kuramsal beklenti, mali baskıdan hareketle oluşturulmaktadır. Buna göre finansal piyasaları ve finans sistemi kamu otoritelerince baskı altında tutulan ülkelerde, faiz oranları idari kararlarla piyasada oluşabilecek düzeyin altında belirlenmektedir. Bu ise çoğunlukla düşük ve negatif reel faiz oranlarına yol açmakta ve tasarrufların altın ve gayrimenkul gibi alanlara kaymasına ve atıl bir hale dönüşmesine neden olmaktadır. Öte yandan mali baskı nedeniyle oluşan düşük faiz oranları, sıkı kambiyo denetimlerine rağmen ülkeden sermaye kaçışı sonucunu doğurmaktadır. Nihai olarak mali baskı uygulamalarının tasarrufları azaltarak, yatırımları yavaşlattığı ve ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaptığı kabul edilmektedir. Mali baskının yarattığı diğer bir olumsuz gelişme de, düşük ve hatta negatif reel faiz oranlarının, ödünç verilebilir fonları en üretken yatırım alanlarına yönlendirme işlevini yeterince gerçekleştirememesidir.

Yukarıda değindiğimiz mali baskının, olumsuz yönlerini dile getiren ve finansal liberalizasyonun teorik temellerini atan yaklaşım R.I. McKinnon ve E.S. Shaw'a aittir.⁴⁸

⁴⁸

Kadir Eser, "Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği", Ekonomik Yaklaşım, C.4, S.10 (Ankara: Gazi Ün. Yay, 1993), s.89.

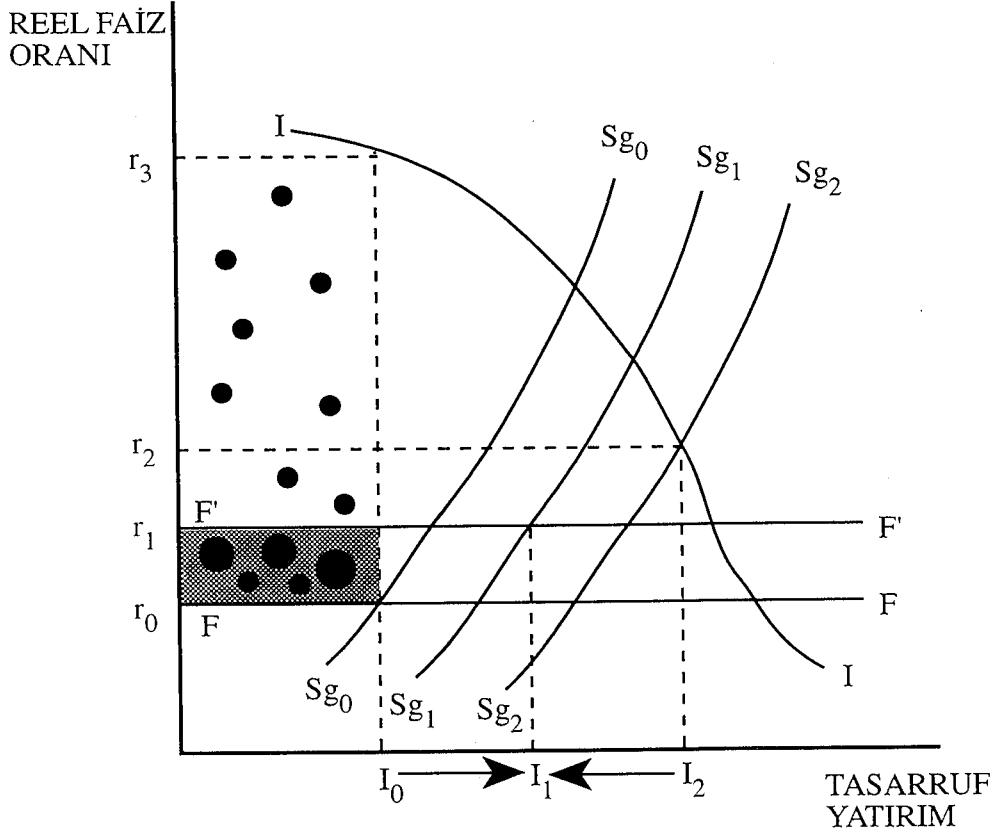
McKinnon-Shaw yaklaşımı olarak bilinen bu görüş daha sonra başka iktisatçılar tarafından geliştirilen modellere de temel teşkil etmiştir. Biz aşağıda sadece diğer modellere de temel teşkil eden McKinnon-Shaw Modeli'ni inceleyeceğiz.

A. McKinnon-Shaw Modeli

Neoklasik ekonomik büyüme teorilerinde temel olarak finansal varlıkların reel getirisindeki artış değil aksine düşüş, tasarruf ve yatırımları teşvik etmekte ve dolayısıyla iktisadi büyümeyi hızlandırmaktaydı. McKinnon ve Shaw neoklasik büyüme modelindeki para ve sermaye arasında tam ikame olduğu şeklindeki önemli varsayımın gelişmekte olan ülkeler bağlamında gerçekçi olmadığından hareket etmişlerdir. McKinnon, neoklasik modelin aksine, reel para balansları ve ekonomik anlamdaki yatırımların tamamlayıcı mallar olarak kabul edildikleri bir model geliştirirken, Shaw neoklasik büyüme modelini reddetmekte ve 1950'li yıllarda John Gurley ile birlikte geliştirdikleri borç/aracılık yaklaşımını modeline esas almaktadır.

McKinnon-Shaw tarafından analiz edilen gelişmekte olan ekonomi başlangıçta finansal sistemin kamu kesimine senyoraaj yaratmak amacıyla kontrol edildiği ve daha sonra bu kontrolün finansal piyasalar üzerinde baskıya dönüştüğü bir gelişmekte olan ekonomidir. McKinnon-Shaw modelinin temel özellikleri Şekil 1'de görülmektedir. Modele göre finansal kurumlar tasarruf sahipleri ve girişimciler arasında fon transferini gerçekleştiren aracılardır. Tasarruflar reel faiz oranlarının pozitif bir fonksiyonudur ve g_0, g_1, g_2 gibi çeşitli ekonomik büyüme hızlarını gerçekleştirecek tasarruf miktarları Sg_0, Sg_1, Sg_2 'dir. Ülkede uygulanmakta olan finansal kontrol, faiz oranlarının sabit tutulmasından ibarettir ve bu durum reel faiz oranının piyasa denge seviyesinin altında kalmasına neden olmaktadır.

Şekil 1



Bu durumda şekildeki FF doğrusu finansal kontrolü temsil etmektedir. r_0 düzeyinde sabit kalan reel faiz oranı ve bu faiz oranında gerçekleşen Sg_0 tasarruf miktarı gerçekleştirilebilecek fiili yatırımların I_0 ile sınırlı olduğunu göstermektedir. İlk aşamada faiz oranı tavanı uygulamasının sadece mevduatlar için geçerli olduğunu ve kredi faiz oranlarının bankalar tarafından serbestçe belirlendiğini kabul edelim. Böyle bir durumda bankacılık sisteminden kredi talebinde bulunan yatırımcı r_3 gibi bir faiz oranı ile karşılaşacaktır. Bankaların mevduatlara ödedikleri ve kredilerden elde ettikleri faiz oranları arasındaki fark, bankaların mevduatlara ödedikleri faiz sabit tutulduğu için, faiz dışındaki rekabette kullanılacaktır. Örneğin bu şekilde banka karları yoğun olarak yürütülen reklam kampanyalarını ya da en küçük yerleşim birimlerinde bile açılacak yeni şubelerle çok şubeli bankacılığı teşkil edecektir.

Bu yapıdaki bir finansal sistemde enflasyonun hızlandığı bir dönemde reel faiz oranları düşecektir. Böyle bir durumda düşen reel faiz oranlarının tasarruflar üzerindeki etkisi, analizi basitleştirmek açısından, enflasyon sonucu değer kaybetmeyen ve arzı sabit olan aktifler ele alınarak gösterilebilir. Enflasyonun hızlandığı bir dönemde ekonomideki birimler buna karşı tasarruflarını koruyabilmek için arzı sabit olan toprağı seçmektedirler. Öte yandan toprak fiyatları da en az genel fiyat düzeyindeki artış kadar yükselmektedir. Buna göre reel faiz oranlarının düştüğü bir durumda mevduatlarla karşılaştırıldığında, bir tasarruf aracı olarak toprak daha cazip hale gelecektir. Ancak toprak satın almak ekonominin bütünü açısından bir yatırım olarak kabul edilemez, zira yapılan varsayım gereği arzı sabittir. Enflasyonun hızlanması ile düşen reel faiz oranlarına bağlı olarak bankacılık sistemi mevduat kaybına uğrayacak ve sistemden çekilen bu fonlar toprak alımında kullanılacaktır. Artan talep nedeniyle arzı sabit olan toprak fiyatlarındaki artış genel fiyat düzeyindeki artıştan daha yüksek olacaktır. Değeri artan toprak, ellerinde toprak bulunduranların aktiflerinin değerini yükseltecektir. Buna göre reel gelirden bir değişim olmaksızın daha yüksek toprak fiyatları bireylerin refah/gelir oranını yükseltmektedir. Öte yandan dönemler arası fayda maksimizasyonu teorileri refahta ortaya çıkan bir artışın hem bugünkü, hem de gelecekteki tüketimi arttırdığını ortaya koyduğundan, cari gelirden bir değişim olmaksızın artan tüketim tasarrufları azaltacaktır.

Aslında finansal kontrol politikalarının uygulandığı birçok gelişmekte olan ülkede yürürlükte olan faiz oranı tavanları sadece mevduatlar için değil krediler için de geçerlidir. Bunun da ötesinde gelişmekte olan ülkelerin pek azında rekabetçi bir bankacılık sistemi görülmektedir. Böyle bir ortamda ticari bankalar telafi edici balanslar⁴⁹ uygulaması ile kredi faiz oranı tavanlarından kurtulma olanağına sahiptirler. Ancak bankacılık sisteminin kredi faiz oranlarına tavan uygulaması durumunda kaçınılmaz olarak daha yoğun bir biçimde başvurdukları yöntem kredi tayinlemesidir. Böyle bir uygulamada da krediler, yatırım projesinden beklenen verimliliğe göre değil, işlem maliyetlerine ve kredinin batma riski

49

Ticari bankaların açtıkları kredinin belirli bir kısmını, belirli bir süre için aynı bankada açılan vadesiz bir hesapta bulundurma zorunluluğu getirmeleri gibi uygulamalarla elde ettikleri mevduatlara telafi edici balanslar denilmektedir.

konusundaki beklentilere göre dağıtılmaktadır. Kredi karşılığında alınacak teminatın kalitesi, kredinin büyüklüğü, firmanın piyasadaki ismi, politik baskılar ve rüşvet, kredi dağılımını etkileyebilecek diğer unsurlardır. Şekildeki noktalar bu şartlar altında finanse edilen yatırımları göstermektedir. Finansal piyasalarda uygulanan kredi faiz tavanları, bankaların risk üstlenmekten kaçınmalarına neden olacaktır. Zira söz konusu tavanlar etkin bir şekilde uygulanmakta ise, yani bankaların telafi edici balanslar yöntemiyle yükselttikleri faiz oranı tavanı yetersiz kalıyorsa, risk primini faiz oranına ekleme olanağı ortadan kalkacağından , bu durum yüksek verimliliğe sahip yatırımların gerçekleşmesine engel olabilir. Böylece finansal kontrollerin etkin bir şekilde uygulandığı bir ekonomide faiz oranı tavanlarının hemen üzerinde bir gelir getiren yatırımlara doğru yönelme eğilimi olacaktır. Bu tür yatırımlar FF doğrusunun hemen üzerindeki taralı alanda yer alan noktalarla gösterilmektedir. Buraya kadar anlattıklarımızın ışığında gelişmekte olan bir ekonomide uygulanan faiz oranı tavanları şeklindeki bir finansal kontrol politikası üç şekilde ekonomide istikrarsızlığa neden olmaktadır:

1. Düşük faiz oranları cari gelirden tüketime ayrılan payı arttırmaktadır. Bu da tasarrufların optimum düzeyin altında gerçekleşmesine neden olmaktadır.
2. Elllerinde fon bulunduran tasarruf sahipleri bu fonları mevduata dönüştürmek yerine kendileri direkt olarak düşük getirili yatırımlara yönelebilirler.
3. Düşük bir faiz oranından istedikleri miktarda borçlanma olanağı bulan yatırımcılar, ucuz maliyetli bu sermaye ile sermaye yoğun yatırım projelerini tercih edebilirler.

Selektif kredi politikalarıyla desteklenen finansal kontrol durumunda ise bankalar aktiflerinin minimum bir oranını öncelikli sektörlerle tahsis etmekle yükümlüdürler. Kontrol altında tutulan faiz oranlarına rağmen bankalar bu tür kredilere daha da düşük düzeydeki sübvans edilmiş faiz oranı uygulamak zorunda bırakılabilirler. Reel anlamda aktif olan ve bu yüzden geri ödeme üzerinde caydırıcı bir etki yaratan söz konusu sübvans edilmiş faiz oranları gelişmekte olan ülkelerde selektif kredi politikası uygulamalarının hemen hemen

tümünde karşılaşılan batık kredi probleminin nedenlerinden birisidir. Yüksek bir batık kredi oranı yatırımlar için daha az miktarda fon kalmasına neden olacağından finansal sistemin esnekliğini ve büyüklüğünü düşürürken, sistemin hassasiyetini de artırır. Ekonomide başlangıçta uygulanan faiz oranı tavanının r_0 'dan r_1 'e yükseltilmesi (Şekil 1'de FF doğrusunun F'F' durumuna gelmesi) tasarruf ve yatırımları arttıracaktır. Reel faiz oranında gözlenen artış tasarruf fonksiyonunu etkiler. Öte yandan yükselen reel faiz oranları daha önceki faiz oranından gerçekleşmesi karlı olan yatırımları artık karlı olmaktan çıkarır. Şekilde bu tür yatırımlar, taralı alanda kalan noktalardır. Zira bu tür yatırımlar r_1 gibi bir faiz oranında artık karlı durumda değildirler. Bu yüzden toplam yatırımların ortalama getirisi veya etkinliği artar. Bu süreç ekonomide büyüme hızını yükseltir ve tasarruf fonksiyonunu Sg_1 'e kaydırır. Buna göre tasarruf sahiplerinin gelirini ve yatırımların verimliliğini arttıran yüksek ve reel faiz oranı daha fazla yatırım gerçekleşmesine neden olmaktadır. Miktar ve kalite olarak artan yatırımlar da ekonomik büyüme üzerinde her iki yoldan da etkili olacaktır.

McKinnon ve Shaw tarafından incelenen finansal kontrol altındaki ekonomi için önerilen çözüm bu yüzden faiz oranını tavanını yükseltmek veya enflasyon oranını düşürmektir. Uygulanan mevduat ve kredi faiz oranı tavanlarının tamamen kaldırılması ortalama yatırım verimliliğinin yükseltilmesi gibi optimal sonuçlara ulaşılmasına olanak tanıyacaktır. Bu durum şekilde I_2-r_2 dengesi ve g_2 gibi daha yüksek bir büyüme oranı ile gösterilmektedir. McKinnon daha yakın tarihli çalışmalarında başarılı bir finansal liberalizasyonun ön şartı olarak kamu kesimi finansman açığının kontrol edilmesi gerektiğini belirtmektedir. Çünkü, kamu kesimi açıkları kaçınılmaz olarak yurtiçi finansal piyasaların şu ya da bu şekilde vergilendirilmesi ile finanse edilmektedir. Finansal piyasalardan enflasyon vergisi ile gelir elde edilmesi, finansal araçların yurtdışına gelir transfer etmelerini önleyebilmek için döviz kontrolünü de beraberinde getirir. Bu da sabit kur sistemini zorunlu kılmaktadır. Bu yüzden büyük miktarda kamu açıkları finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ile çelişkilidir.⁵⁰

50

İlyas Şıklar, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar," (Doktora Tezi, Anadolu Ün. SBE, 1991), s.64-71.

2. Finansal Küreselleşmeyi Eleştiren Görüşler

Finansal liberalizasyonun ekonomi üzerinde olumlu etkiler doğuracağını ileri süren McKinnon-Shaw yaklaşımının aksine bu sürecin ekonomik büyümeyi yavaşlatarak enflasyonu yükselteceğini savunan alternatif yaklaşım, öncülüğünü L.Taylor'un yaptığı yapısalcı yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre, faiz maliyetinin işletme sermayesi maliyetine dahil edilmesi gerekir. Böyle olunca finansal liberalizasyon sonucunda faiz oranlarının yükselmesi üretim maliyetini arttıracaktır. Yapısalcı yaklaşıma göre gelişmekte olan ülkelerin piyasa biçimleri mark-up fiyatlama esasına dayanmaktadır. Bu nedenle, üretim maliyetindeki artış, mark-up fiyatlama yoluyla fiyatlara yansıtılmaktadır. Yani, finansal liberalizasyon faiz oranlarının yükselmesine yol açmış, bu da enflasyonu hızlandırıcı bir etki yapmıştır. Yine yapısalcı yaklaşıma göre, resmi mali piyasaların yanı sıra gelişmekte olan ülkelerde gayri resmi mali piyasalar da fon arz ve talebi sürecinde rol oynamaktadır. Bu ülkelerdeki ödünç verilebilir fonların bir kısmı gayri resmi piyasalara doğru yönelmektedir. Dolayısı ile tasarruf sahipleri ve yatırımcılar, fon arz ve talebinde bulunurken hem resmi bankacılık sistemini hem de gayri resmi piyasayı kullanmaktadır. İşte finansal liberalizasyon sonucunda serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile resmi bankacılık kesiminde toplanan mevduat artarken, gayri resmi mali kesimde toplanan fonlar azalacaktır. Yani gayri resmi piyasadan bankacılık sistemine bir fon akımı meydana gelecektir. Bu arada bankacılık sisteminde kanuni karşılık tutma zorunluluğu varken, gayri resmi piyasada böyle bir zorunluluğun bulunmadığını dikkate almak gerekir. Bütün bunların sonucunda gayri resmi piyasadan bankacılık sistemine olan fon akışı, her iki sistemde toplanan yatırıma dönüştürülebilir kaynakların azalmasını da beraberinde getirecektir. Böylece yatırımlar gerileyecek ve büyüme hızı düşecektir.⁵¹

Aslında yapısalcı modelleri McKinnon-Shaw modelinden ayıran husus modellerin oluşturulmasının ilk aşamasında ortaya çıkmaktadır. Bu da konunun geniş ölçüde gelişmekte olan ülkelerin özelliklerine ilişkin varsayımlarından kaynaklanmaktadır. L. Taylor'a göre bir ekonomide ki bazı kurum ve bireylerin davranışlarının kaynak tahsisinde diğerlerinden daha

⁵¹ Kadir Eser, Ön. ver., s.90-91.

etkin bir görev üstlenmelerini teorilerinde temel alan yaklaşım yapısalcıdır. Bu noktadan hareketle yapısalcı bir modelin dayandığı varsayımlar şu şekilde sıralanabilir:

1. Üretim, ithal edilen girdilere (sermaye, hammadde gibi) geniş ölçüde bağımlıdır ve bu nokta gelişmekte olan ülkelerle ilgili analizlerde gözardı edilemeyecek bir gerçektir.
2. Gelişmekte olan ülkelerde ücretler kurumsal olarak ve geniş ölçüde sınıf ilişkileri tarafından belirlenmektedir.
3. Fiyat düzeyi üreticilerin karşılaştığı maliyete göre belirlenmektedir. İşgücü, ithalat ve işletme sermayesi finansman maliyetindeki değişiklikler üreticiler tarafından fiyatlara yansıtılmaktadır.
4. Tasarruf eğilimi ekonomideki sınıflara göre değişir. Kardan gerçekleştirilen tasarruf, ücretlerden geliştirilen tasarrufa oranla daha yüksektir. Bu gerçek bilindikten sonra ücretlerin tasarruf oranını sıfır olarak kabul ederek, tüm tasarrufların elde edilen kardan gerçekleştirildiğini varsaymanın bir sakıncası yoktur.

Yukarıda yapılan varsayımların dışında yapısalcı modellerin, Mc-Kinnon Shaw modelinde bulunmayan önemli özelliklerinden birisi de "kurumsal olmayan finansal bir piyasanın" modellere dahil edilmesidir. Bankacılık sisteminin tabi olduğu zorunlu karşılık oranları nedeniyle finansal aracılık sürecinde ticari bankalar rekabetçi olamazlar. Kurumsal olmayan piyasalarda faaliyet gösteren birimler ise bu tür bir uygulamaya tabi olmadıkları için genellikle rekabetçidirler.

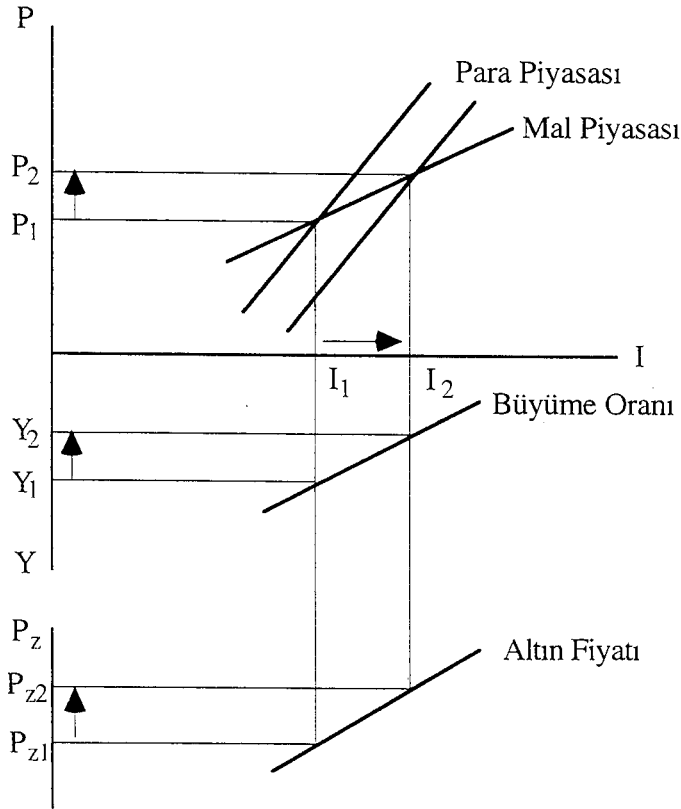
Yapısalcı modellerin bir farklı özelliği de halkın aktif dağılımı ile ilgilidir. Halk aktif portföyünü üç aktif arasında seçim yaparak oluşturmaktadır. Bu amaçla kullanılacak aktifler ise banka mevduatları, kurumsal olmayan piyasalarda firmalara verilen krediler ve altındır. Ekonomide mevcut fonlar bu aktifler arasında ve resmi piyasalarla, kurumsal olmayan piyasalar arasında serbestçe dolaşmaktadır. Bu yüzden tasarruf sahiplerinin ve girişimcilerin her iki piyasayı birden kullanabilmelerinde hiçbir engel söz konusu değildir.

Sayılan bu özellikleri nedeniyle kurumsal olmayan piyasalarda geçerli olan faiz oranı, ekonomide geçerli olan faiz oranını temsil etmektedir.⁵²

A. Taylor Modeli

Aşağıdaki şekilde finansal bir reform sonucunda faiz oranlarında ortaya çıkan bir artışın olası etkileri ele alınmaktadır. Buna göre mevduat faiz oranlarındaki bir artış, kaynakların bankacılık sistemine doğru kaymasına neden olacaktır. Burada asıl sorun bankacılık sistemine kayan fonların halkın elinde bulunan altın stokundan mı, yoksa kurumsal olmayan piyasalara kanalize olmuş fonlardan mı geldiğidir.

Şekil 2



Taylor artan faiz oranlarının altın fiyatlarını düşüreceğini ve bankacılık sistemine kanalize olan fonların esas olarak kurumsal olmayan piyasalarda kredi olarak verilebilecek fonlardan geldiğini belirtmektedir. Bankacılık sistemine kayan fonların artmasına karşılık bankaların zorunlu karşılık oranlarına tabi olmaları nedeni ile kredi olarak piyasaya verilecek fonların arzı düşecektir. Bu mal piyasası eğrisini yukarıya çekerek daha az yatırım yapılmasına ve dolayısı ile ekonomik büyüme oranının düşmesine neden olacaktır. Yukarıya doğru eğimli mal piyasası eğrisi artan işletme sermayesi maliyetini temsil etmektedir. Taylor mal piyasası eğrisinin aşağıya doğru eğimli olması halinde bile, gerçekleştirilen finansal reformların fiyat düzeyindeki artışları düşürebileceğini ancak ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkisi nedeni ile stagflasyona neden olacağını ve bu yüzden parasal daralma ile aynı sonuçları doğuracağını belirtmektedir. Neticede Taylor'a göre, kısa dönemde, en iyimser şekli ile stagflasyona neden olan finansal liberalizasyon, "başka bir kaynaktan sağlanacak parasal genişleme ile (örneğin zorunlu karşılık oranlarındaki önemli bir düşüş gibi)" desteklenmediği sürece, kısa vadedeki olumsuz etkileriyle beraber orta vadede ekonomik performans üzerinde pek az yararlı olacaktır.

Taylor modelin dinamik çözümünü sağlamak için farklı uyum mekanizmaları sunarken, bu aşamada bizim açımızdan önemli olan ücretler konusunda öne sürülen uyum mekanizmasıdır. Bu uyum sürecinde reel ücretler tamamiyle fiat düzeyine endekslenmektedir. Ancak hızlı enflasyonun yaşandığı bir ortamda reel ücretler artan fiatları ancak belirli aralıklarla yakalayabilir. Ortaya çıkan bu gecikmeli uyum, reel ücretlerin enflasyonla ters yönlü olarak değişmesine neden olacaktır. Modelde kar oranı üzerinde olumlu bir etki yaratan bu mekanizma işsizliği düşürmekte bu da reel ücretleri arttırmaktadır.⁵³

İKİNCİ BÖLÜM

FINANSAL KÜRESELLEŞMENİN TÜRKİYE ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

I. 1980 ÖNCESİ TÜRK FİNANS PİYASASI

Halkın %95'inden fazlasının müslüman olduğu bir ülkede, islamiyetin kesin olarak yasaklamasına rağmen, faize dayalı batı tipi bir bankacılığın, Türk finans sektöründe tam bir egemenlik kurduğu bir ortamın oluşumunu, Osmanlı döneminden başlayarak analiz etmekte fayda vardır.⁵⁴

Türkiye'de sermaye piyasasının ortaya çıkışı ve gelişmesi de Batı'daki sermaye piyasalarından farklı dönemlerde ve farklı şartlarda olmuştur. Batıdaki sermaye piyasaları sanayi ve teknolojik ilerlemelerle birlikte gelişmiştir. Sanayi devrimi piyasalara dönük kitle üretimini arttırmış, sömürgecilik olayı üretimin daha da artmasını, sermaye yığılmasını, firmaların büyümelerini, fon arz ve talebi olayının önemli boyutlara ulaşmasını sağlamış; diğer bir ifadeyle yatırımcı girişimcilik olayı bu piyasaların doğumunu gerçekleştirmiştir.

54

M. Birol Çapanoğlu, Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları (İstanbul: Beta Yay., 1993), s.67.

Devletler mevcut olan olguyu kontrol altına alarak yasalarla düzenlemişlerdir. Batı'da başta İngiltere'de olmak üzere sermaye piyasalarının 18. yy.da yayılmaya başladığını, 19. yy.da gelişimini sürdürdüğünü ve 20. yy.da tamamen otomize olarak, ekonominin başlıca fon tedarik kaynağını oluşturduğunu görüyoruz.

Türkiye'deyse sermaye piyasasının oluşumu Batı'dakinden çok farklı şartlarda ortaya çıkmıştır. Batı'da özellikle firmaların fon ihtiyaçlarını karşılamak üzere meydana gelmiştir. Bu sebeple piyasanın hitap ettiği taraflar önemli ölçüde ayrıcalık göstermiştir.

1. Osmanlı Döneminde Türk Finans Piyasası

Osmanlı İmparatorluğu döneminde artan iç fon ihtiyaçlarının karşılanması için, padişah üçüncü Mustafa zamanında, tahvillerle ilk iç borçlanma yapılmıştır. Ayrıca 1844 yılında hazine bonoları piyasaya çıkartılmıştır. 1847 yılında kurulan İstanbul Bankası ve bunun akabinde kurulan Osmanlı Bankası'nın ulusal sanayinin gelişmesi ve oluşmasında gerekli finansman kaynaklarını karşılamada bir mekanizma olmuştur.

1854 Kırım savaşından sonra yapılan iç borçlanmanın amacını devlete gerekli fon kaynağı sağlamakla birlikte, halka da kazanç sağlama arzusu olarak görebiliriz. 1864 yılında İstanbul Galata Borsası'nda yabancıların etkinliğinin büyük bir şekilde artması ve yabancı uyrukluların borsa oyunları yaparak halktan haksız kazanç elde etmeleri üzerine 1866 yılında Dersaadet Tahvilat borsası kurulmuştur. Bu borsada devletin bono ve tahvil satışlarının yanında yabancı sermaye şirketlerinin tahvil ve hisse senetlerinin de borsada işlem görmesi planlanmıştır.

1866 yılında kurulan bu borsa yine yabancı uyruklu kişilerin kendi aralarında organize olarak borsa oyunları yapmaları nedeni ile Osmanlı İmparatorluğu'nun fon ihtiyacının karşılanması ve bonolar ile tahvillerden halkın da gelir sağlaması konusundaki düzenlemeler pek başarılı olmamıştır.

1869 ve 1870 yıllarında dış borçlanmaya gidilmiş ve borçlanma ile ülkedeki altyapı (demiryolu) yatırımlarının gerçekleştirilmesi düşünülmüştür.

1881 yılında Duyun-i Umumiye'nin kurulması ile devletin hazinesinin içinde nakit karşılığı olarak 95.917.000 altın lirayı bulan tahvillerin olduğu bilinmektedir. Tahvillerin çıkarılması ile Osmanlı İmparatorluğu'nun bu döneminde iç tasarrufların ülke ekonomisine kanalize edilmesi mantığı ile ilk resmi borsa 1874 yılında kurulmuştur. Kurulan borsada, borsa işlemlerini takip ve tesbit etmek amacıyla borsa komiserliği de oluşturulmuştur.

1906 yılında Esham ve Tahvillat borsası nizamnamesi yürürlüğe konulmuştur. Bu nizamname ile borsanın düzenli bir şekilde çalışması amacı güdülmüştür ve borsa üyeleri Mubayaacı, Simsar ve Cober isimleri altında bölümlendirilmiştir. 1908 yılında Meşrutiyet ile borsada bir canlılık meydana gelmiştir.⁵⁵

Osmanlı dönemi özel sektörünün finansman ihtiyacı ise, para vakıfları tarafından sağlanıyordu. Para vakıfları 15. yy.da ortaya çıkmış olup, parası olan bir kişi, vakıf kurarak faizle çalıştırmak sureti ile elde ettiği geliri, hayır işlerinde kullanıyordu. Hukuksal düzenin bu şekilde yapılaştırılmış olmasına rağmen, faiz gelirinin her zaman hayır işlerinde kullanılmayıp, vakıf sahibinin servetini de arttırdığı oluyordu.

Onbeşinci yy.dan başlayarak, kurulan para vakıflarının sayısı gittikçe artmaya başlamıştır. Bunun sonucunda, islamiyetin kesin olarak yasaklamasına rağmen vakıf sayılarının artması, Osmanlı ulemaları arasında şiddetli tartışmalara neden olmuştur.

Vakıflar geleneksel olarak, araziler ve diğer gayrimenkullerle kurulmuştur ve menkul kıymetlerle kurulan vakıflara ulema tarafından pek itibar edilmemiştir. Şafii mezhebinde menkul kıymetle vakıf kurmak yasaklandığı halde, Hanefi mezhebinde para vakıfları topluma yararlı kuruluşlar olarak görüldüğünden, ulema tarafından hoşgörü ile karşılanmıştır.

Tartışmalar bir yandan sürerken 17. yy.a gelindiğinde, para vakıfları faaliyetlerini sürdürmeye devam ediyor ve Osmanlı tarım sektörünün, önemli bir sermaye kaynağını

55

Mehmet Civan, Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler (Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yay, 1994), s.20-21.

oluşturuyordu. Devlet de bu gerçeği gördüğünden para vakıflarından yana tavır alınca, artık tartışmaların da sonu gelmeye başlamıştı.

Osmanlı döneminin özel sektör finans ihtiyacının çözümlenmesinde diğer bir faktör de, İslami İş Ortakları idi. En çok bilinen iş ortaklığı türü "Mudaraba" olup, burada sermayedar bir başka şahsın ihtiyacı için para vermekte, parayı alan da bunu işleterek kar ettiğinde, karın daha önce belirlenmiş olan bir yüzdesini, ana para ile birlikte sermaye sahibine ödemekteydi.

Osmanlı finans sektöründe, batı tipi bankacılık benzeri üçüncü bir unsurda 19. yy.da ortaya çıkmıştır. Bu bankaların finansmanı, genellikle Avrupa sermayesi, bazen de bizzat Devlet tarafından sağlanmıştır. Tamamen Avrupa sermayesi ile kurulan ilk banka, "Banque de Smyrne" 1842 yılında kurulmuş fakat hemen ertesi yıl zamanın yönetimi tarafından görülen lüzum üzerine kapatılmıştır.⁵⁶ 1863 yılında üçüncü Avrupa bankası olarak, Osmanlı Bankası'nın kurulması ile birlikte, İmparatorluk'ta kağıt para basma yetkisi, yabancı sermaye elindeki bu bankaya devredilmiştir. Bankanın kuruluş merkezi Londra'da olup, kuruluş sermayesi de 500.000 Sterling olarak öngörülmüştü. Osmanlı Bankası'nın 1913 yılına kadar tedavüle çıkardığı kağıt para miktarı ancak 12.7 milyon liraydı ve bu miktar tedavüldeki para stokunun yalnızca %20'sini oluşturuyordu. Osmanlı Bankası'nın para basma konusundaki fazla ihtiyatlı tavrının ekonomi üzerinde durgunluk yaratıcı etkileri olmuştur. Öte yandan, tedavüldeki altın para miktarında görülen artışın ekonominin gereksinimini bir ölçüde karşıladığı, sürekli ve derin bir likidite sorununun ortaya çıkmadığı anlaşılmaktadır.⁵⁷

2. Cumhuriyet Döneminde Türk Finans Piyasası

Türkiye Cumhuriyeti'nin ekonomik politikasının temel ilkeleri 1923 İzmir İktisat Kongresi'nde kararlaştırılmış ve alınan ilke kararları çerçevesinde, kurulacak bankaların milli banka niteliğinde olması ve Devletin de bu bankaların kuruluşunda yardımcı olması

⁵⁶ Çapanoğlu. Ön. ver., s.67-68.

⁵⁷ Şevket Pamuk, Osmanlı Ekonomisinde Bağımlılık ve Büyüme. (İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yay, 1994), s.230.

benimsenmiştir. Bu ilke kararlarının alınmasında, Osmanlı döneminde egemen olan yabancı bankaların ekonomiye milli bir yaklaşımda bulunmaması etkin olmuştur. Ayrıca yine 1923 yılında çıkarılan bir kararname ile borsada işlem yapmak isteyen şahıs ve kurumların Türk vatandaşı olması zorunluluğu getirilmiştir. Bu kararnameyle yabancı uyruklu kişi ve kurumların borsa üzerindeki olumsuz etkilerinin kaldırılması düşünülmüştür.

1929 Dünya Ekonomik Krizi ile Batılı ülkelerin finansal piyasaları önemli sarsıntılar geçirmiş ve birçok ülkenin borsası batmıştır. Dünyada bu bunalım yaşanırken ülkemizde 1929 yılında Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu çıkartılarak borsanın denetim altına alınması düşünülmüş ve bu denetim Maliye Bakanlığı'na verilmiştir.⁵⁸

Bankacılık sistemi, Türkiye ekonomisinin özellikle 1923-38 dönemindeki işleyiş ve gelişmesinde dikkatle değerlendirilmesi gereken önemli bir rol oynamıştır.

1923-1938 aralığında bir yandan toplam üretim hacmi artar, öte yandan üretimin piyasa ilişkilerine konu olan bölümü büyürken hükümet ekonomideki para hacmini aşağı yukarı sabit tuttu. Bunun bir nedeni Ankara hükümetinin para politikasının başlıca kurumsal aracı olan bir merkez bankasından 1930 yılına kadar yoksun olması ve böyle bir bankanın etkinliğine tam olarak 1932, 1933 yıllarında başlayabilmesiydi. Bir başka neden de, Cumhuriyet'in yönetici kadrosunun İkinci Dünya Savaşına kadar son derece ihtiyatlı, tutuk bir para politikası izlemesiydi. Birinci Dünya Savaşı sırasında çıkartılan osmanlı banknotlarının altın para karşısında hızla değer kaybettiğini görmüş, kağıt para hacmindeki artışın bu dönemdeki enflasyona katkıda bulunduğunu anlamış olan Kemalistler, Türk lirasının altın ve yabancı paralar karşısındaki değerini adeta bir "ulusal namus" sorunu gibi ele almışlardı. Dönemin iktisadi kültüründeki eksik bilgisinin de etkisiyle, piyasadaki mübadele hacmi, artar gerçek gelir ve büyüyen piyasalaşma oranından ötürü genişlerken, para arzı, paranın değeri ni korumak gerekçesiyle uzun bir süre sabit tutuldu.

Bu durumda, Türkiye'deki bankalar sisteminin genişlemesi, ekonomideki likide ihtiyacının karşılanmasında birincil bir önem kazandı. Yeni bankaların kurulması, banka şube

sayılarının artması, geniş bir "tasarruf-mevduat" kampanyasının sürdürülmesi ile bankalar sisteminin toplam mevduat ve kredi hacminde büyük artışlar sağlandı.

Yabancı bankaların Türkiye'deki toplam mevduat içindeki payı 1924 yılında %78'den 1950 yılında % 14'e, toplam krediler içindeki payıda % 53'ten % 12'ye düştü. Aynı dönemde özel sermayeli Türk bankalarının mevduattaki payı % 10'dan % 45'e, kredilerdeki payı % 42'den % 58'e çıktı. Devlet bankacılığı 1930'larda önem kazandı. Halkın özel bankalara görece bir güvensizlik gösterdiği İkinci Dünya Savaşı yıllarında devlet bankalarının mevduat toplamındaki payı doruğuna ulaştı. Savaştan sonra Yapı ve Kredi, Akbank gibi özel bankaların kurulmasıyla özel Türk bankacılığının bankalar sistemindeki yeri yeniden genişlemeye başladı.

1923-1950 döneminde yabancı sermaye çevrelerinin Türkiye ekonomisi üstündeki etkileri açısından en çok geriledikleri sektör bankacılıktır. Ekonominin yönlendirilmesinde bankalar sisteminin sahip olduğu can alıcı önem düşünülürse, Osmanlı imparatorluğunun son yıllarda yabancı bankaların Türkiye ekonomisinin dolaşım ilişkileri ve süreçleri üstünde kurduğu denetimin kırılması, Cumhuriyet döneminin en önemli politik iktisat gelişmelerinden biridir.⁵⁹

Türk ekonomisinin 1950'li yılların sonuna doğru içine girdiği bunalım, durgunluk ve 1958 istikrar programı, bankacılık kesimi üzerinde etkisini 1960'lı yılların başında hemen göstermiştir. 1960'lı yılların başları, 1930 bunalımından sonra, çok sayıda bankanın faaliyetine son verdiği, tasfiyeye girdiği dönem olmuştur. Ekonomideki durgunluk ve bunalım, bankacılık kesimine de kısa bir aralıkla yansımıştır. Gerçekten 1960-64 yılları arasında 15 bankanın faaliyeti sona ermiş veya bu bankalar tasfiyeye girmişlerdir.

1960-80 döneminin bankacılık alanındaki özelliği; kalkınma planları ile mali örgütlemeye ve bankaların kaynak kullanımına yön verilmesi, ihtisas bankalarına, kalkınma ve yatırım bankacılığına önem verilmesi, yeni ticaret bankaları kurulmasının

⁵⁹

Yahya S. Tezel, Cumhuriyet Döneminin İktisadi Tarihi (İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yay, 1994), s.122.

sınırlandırılması, bu alanda yeni kuruluşlara izin verilmemesi, holding bankacılığının gelişmesi olarak ortaya konulabilir.⁶⁰

Ülkemizde, 1950'li yıllarda artan özel teşebbüs finansman ihtiyacı ve büyük kamu yatırımlarının yapılması gereği, ülkemizde örgütlenmiş bir sermaye piyasasının önemini daha da arttırmışsa da 1929 yılında çıkarılan Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu, Maliye Bakanlığı'nın ilgisizliği ve dünya borsalarındaki gelişmeleri takip etmemesi ile yetersiz kalmıştır.

1960'lı yıllardan itibaren ülkemizde sermaye piyasası kurulması ve bununla ilgili kanunun çıkartılması için çalışmalara başlanılmıştır. Devlet Planlama Teşkilatı, Odalar Birliği ve Kalkınma Bankası tarafından hazırlanan sermaye piyasası ile ilgili çalışmalar 1964 yılında Meclis'e tasarı halinde sunulmuştur. Ancak bu tasarı 1973 yılına kadar Meclis'te görüşülememiştir. 1970'li yıllarda kabul edilen 1911 sayılı TC Merkez Bankası Kanunu sermaye piyasamızın canlanmasında önemli rol oynamıştır.⁶¹

1970'li yılların sonuna doğru, banka sistemine birkaç güçlü banka hakim olmaya başlamış ve açılan şube sayılarında büyük artış olduğundan, verimlilik de düşmeye başlamıştır.

Böyle bir ortamda 1980 yılına giren banka kesiminde, reel mevduat faiz hadleri sıfıra kadar düşerken, eksi faiz kavramını da birlikte getirmiştir. 1980 öncesinde ve özel sektör yatırımlarının teşviği amacı ile faiz hadleri düşük tutulmuş ve politika genelde başarılı olmuş Türkiye OECD ülkeleri içersinde en büyük büyüme hızına ulaşmıştır.

Bankalar kredi faizlerini düşük tutarken, maliyet açısından mevduat faizlerini de düşük tutmaya başlayınca mevduat faizleri enflasyonun altında kalmış ve sonuçta banka mevduatlarından kaçmalar başlamıştır. Ayrıca TL'nin aşırı şekilde değerlendirilmesi sonucunda ihracat yeteri kadar büyümemiş ve ithalat ödemeleri için gerekli döviz temin

⁶⁰ Öztin Akgüç, *100 Soruda Türkiye'de Bankacılık*, (İstanbul: Gerçek Yayınevi, 1987), s.48-49.

⁶¹ Civan, *Ön. ver.*, s.22.

edilemeyerek, döviz darboğazına girilmiştir. Aynı zamanda ödemeleri dövizle yapılan petrol fiyatlarındaki artış nedeni ile ekonomi iyice tıkanmaya başlamıştır.

Bu faktörlerin etkisi ile girilen krize, çözüm bulabilmek amacı ile istikrar tedbirleri paketi hazırlanarak, ihracatın arttırılması ve döviz girdilerinin çoğaltılması, kronik hale gelen hiper enflasyonun geriye çekilmesi ve para piyasasının liberalize edilmesi planlandı.⁶²

II. 24 OCAK 1980 İSTİKRAR POLİTİKASI VE TÜRK FİNANS PİYASASI

24 Ocak 1980 tarihinde yeni bir istikrar politikası yürürlüğe konmuştur. Politikanın temel aracı, para ve kambiyo piyasalarında yıllarca süren çift fiyat uygulamalarına son vermek ve fiyatların serbest piyasa koşullarına göre oluşmasını sağlamaktır. Bunun için de Cold Turkey ya da Quick Fix (Soğuk hindi stratejisi) diyebileceğimiz bir politikayla, reel para stoğunun ve satınalma gücünün değerinin hızla düşürülmesi amaçlanmıştır. Söz konusu iktisat felsefesi çerçevesinde, para ve kredi politikasıyla ilgili olarak alınan en önemli karar, 29 Mayıs 1980 tarih ve 8/909 sayılı kararnamenin eki olarak 4 Haziran 1980 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 1 Temmuz 1980 tarihinde yürürlüğe giren faiz oranlarının serbest bırakılmasıdır.

Bu kararlar bankalara, açacakları kredilere uygulayacakları faiz oranlarını vadelerine göre ve vadeli tasarruf mevduatına verecekleri faiz oranını serbestçe belirleme ve ilan etme olanağı sağlamıştır.

Bu kararlar birinci Beş Yıllık Kalkınma Planından beri faiz politikasında arzu edilen gerçekçi faiz ya da ekonomik faiz politikası yaklaşımı gerçekleştirilmiş ve yıllarca süren narhlı faiz rejimine son verilmiştir.

Para ve kredi politikası otoritesi açısından yetkili mercii olarak, Başbakanlık Müsteşarlığı'nın başkanlığında Para ve Kredi Kurulu oluşturularak, para ve kredi politikasıyla ilgili önlemlerin alınması bu kurulun yetkisine bırakılmıştır. Kurulun kuruluş amacı, DPT, T Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı arasında bir uyum ve koordinasyon sağlanmasıdır. Bu kurul nedeniyle TC Merkez Bankası'nın fonksiyonu danışmanlık düzeyinde kalmıştır.⁶³

Türk finans piyasası 24 Ocak 1980 ekonomik kararlarından sonra, gerçek anlamda faaliyette bulunmaya başlamış ve belirli bir büyüklüğe kavuşmuştur. 1960'lı ve 70'li yıllarda finans piyasasının geliştirilmesi için çeşitli hukuki, finansal ve ekonomik çalışmalar yapılmış fakat ekonomik ve siyasal istikrarsızlıklardan dolayı uygulamaya geçirilememiştir. 1980 yılından sonra ülke ekonomisinde yeni bir yapılanma gerçekleşmiş ve bugünlere gelinmiştir.

1980 sonrası en hızlı yapısal değişme finans kesiminde görülmüştür. Bankacılık sistemi yeni bir anlayışla, uluslararası bankacılık sistemiyle entegre olma yolunda aşama gösterirken, sermaye piyasasının geliştirilmesi için bir dizi karar alınmıştır.⁶⁴

Bu yeni ekonomik politikanın başlıca amaçları şunlardır: Ekonominin dış rekabete açılması, yabancı sermayenin özendirilmesi, dış satımın artırılması, ekonomide devlet sektörünün daraltılması, devlet müdahalelerinin minimuma indirilmesi, özel kesimin sermaye birikiminin özendirilmesi ve desteklenmesi, piyasa mekanizmalarının özgürce işlemesinin sağlanması.⁶⁵ Bu amaçları yaşama geçirecek önlemler ise şöyle özetlenebilir:

- Para önemli ölçüde devalüe edilmiştir. Bir yıl içinde (1979) iki katına çıkarılan dolar fiyatı 24 Ocak 1980'de tekrar arttırılarak 47 TL'den 70 liraya çıkarılmış olup, bunu izleyen yıllarda doların değeri sık sık ayarlanarak 1987 yılı sonunda 1000 TL dolaylarına getirilmiştir. Türkiye'deki ve yabancı ülkelerdeki fiyat artışları ile 1981 Mayıs'ı ve 1987 sonu arasında dolar ve mark değerleri gözönüne alınarak yapılan hesaplara göre tartılı efektif

⁶³ İlker Parasız, Para Politikası (Bursa: Ezgi Kitabevi, 1993), s.230.

⁶⁴ Sevil, Ön. ver., s.8.

⁶⁵ Tevfik Çavdar, Türkiye'de Liberalizm (Ankara: İmge Kitabevi, 1992), s.227.

döviz kuru 100'den 63.27'ye inmişti. 1979'da 100 olan doların gerçek değeri 1987 sonunda yaklaşık 200 olmuştur.

- 1980'lere kadar her çeşit fiyatlar üzerinde devlet kontrolleri varken bunlar büyük ölçüde gevşetilir, kaldırılarak pazar-fiyat mekanizmasının işlemesine olanak verilmiştir.

- Kamu İktisadi Teşebbüsleri'nin ürettiği malların fiyatlanması üzerindeki baskı büyük ölçüde gevşetilir, bunların özellikle fiyat yönetimindeki özgürlüğü artırılmış ve söz konusu mallara gerekli zamlar yapılmıştır.

- 1980'lere kadar devamlı baskı altında tutulan finans pazarları, özellikle banka faaliyeti bir ölçüde serbest bırakılmış ve 1970'lerde ki enflasyon dönemlerinde eksi gerçek faizlerle alınıp satılan fonların enflasyonun üstündeki faizler ile alınıp satılmasına olanak verilmiştir. Bankaların yanında diğer finans kuruluşlarının gelişmesine çaba harcanmıştır.

- 1970'lerde son derece kudretli ve militan hale gelen işçi kuruluşlarının faaliyeti sınırlandırılmış, toplu pazarlık yöntemleri gözden geçirilmiş ve işçi ücretlerinin yükselmesine engel olunmuştur.

- 1980'lerden önce gerek uygulanan kalkınma stratejisi, gerek çeşitli ideolojik nedenlerle sınırlı kalan yabancı yatırımlar teşvik edilmiştir.

- Sıkı bir para politikası uygulaması başlamış ve para emisyonlarının kontrol edilmesi yönünde az da olsa bazı çabalar sarfedilmiştir.

- İhracatın teşviki amacı ile çeşitli önlemler alınmış, hatırı sayılır vergi iadeleri, sübvansiyonlar, kredi kolaylıkları, ucuz faiz uygulamaları yaygınlaştırılmıştır. Bu teşvik tedbirlerinin toplam ihracat değerinin %18-%25'i arasında bulunduğu hesaplanmıştır.⁶⁶

1980 sonrası bu ilkeler çerçevesinde finansal piyasayı ilgilendiren önemli kurumsal ve yasal düzenlemeler yapılmış, kanun ve karnamelerle yeni kurumlar ortaya konulmuştur.

⁶⁶

Zeyyat Hatiboğlu, Bilinmeyen Türkiye Ekonomisi (İstanbul: Lebib Yalkın Yay, 1995), s.38.

24 Ocak kararlarıyla ortaya çıkan yeni kurum ve düzenlemeler aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- Sermaye Piyasası Kanunları (28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile 13.05.1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklikler yapan kanuni düzenleme)

- 2983 sayılı Tasarrufu Teşvik ve Altyapı Yatırımlarının Finansmanı Hak. Kanun
- 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanunu
- Kamu Ortaklığı İdaresi
- Özel Finans Kurumları
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- Factoring şirketleri
- Bankalararası para piyasası (Interbank)
- Eximbank
- Bankalar hakkında 32 sayılı karar

Yukarıda sıralanan yeni kurumlar ve düzenlemeler ile ülkemizde finansal kesim bir yapıya oturturulmuş ve büyüme hedeflerinin gerçekleştirilmesinde finansal kurumların yeri belirlenmiştir.⁶⁷

Diğer bir ifade ile 1980'li yıllar dünya finans sisteminde liberalleşme, finansal araçların genişleyerek önemli gelişmeler gösterdiği yıllardır. 1980'li yıllarda, büyük dış ödemeler fazlası veren Japonya, Almanya, Hongkong, Taiwan, Singapur, finans piyasalarında yerlerini almaya başlamışlardır. Özellikle Japonya finans piyasasındaki yerini bir süper ülke konumu ile almıştır.

1980 yılından sonra ülkemizde finansal piyasalarda meydana gelen değişmelerin ana hatlarını şöyle belirleyebiliriz;

1. Mali Piyasalarda Liberalleşme

1980'li ve takibeden yıllarda, liberalleşmenin etkisiyle, finans kurumlarının faaliyet alanlarını ayıran sınırlar gevşemiş, uzmanlık alanları genişlemiştir. Bankaların menkul kıymet piyasalarına aktif olarak katılabilmeleri ve işlem hacimlerinin büyük boyutlara ulaşması bu sahada tanınan ayrıcalıklar ve ayrıca bankaların üniversal bankacılığa geçişlerinin sağlanması, yatırım fonlarındaki olağanın ötesinde gelişmeler, kamunun mali piyasalara doğrudan müdahalesi yerine dolaylı müdahaleleri tercih etmesi liberalleşmeyi teşvik eden faktörler olmuştur.

Liberalleşmenin diğer bir boyutu finansal kurumlar üzerindeki mali baskının ortadan kalkmasıdır. Kamu, bankaların faiz oranlarını ve kredi tahsislerini kesin çizgilerle belirlediği için, negatif reel faizler ortaya çıkmış ve gelir dağılımı bozulduğu gibi, optimal kaynak dağılımı sağlanamamış, ekonomik dengelerin bozulması hızlanmıştır. 24 Ocak 1980 kararlarından sonra alınan tedbirlerle negatif reel faiz enflasyon beklentilerinin ilavesiyle pozitif reel faizin gerçekleştirilmesi sağlanmış, optimal kaynak dağılımı kurulmaya çalışılmıştır. Bu politikanın sonucunda sermaye maliyeti pahalandığından, firmaların sermaye yapılarının özsermaye lehine değiştiği, verimlilik kavramının yaygınlaştığı ve verimliliğin arttığı görülmüştür. 500 büyük firma üzerinde yapılan bir araştırmada 1990'lı yıllarda, yüksek sermaye maliyeti sebebiyle, borç/özsermaye oranlarının yeniden bozulmaya başladığı görülmüştür.

Liberalleşme hareketiyle; yabancı finans kurumlarının mali piyasalarda, özellikle menkul kıymet piyasalarında serbestçe faaliyetleri sağlanmış, portföy yatırımları teşvik edilmiş ve yerli kurumların da aynı faaliyetleri yurtdışı mali piyasalarda yapmaları serbest bırakılmıştır. Böylece ülkemizle yabancı ülkeler arasında sermayenin serbest dolaşımı bir ölçüde sağlanmıştır. Bütün bu kavramlar ülke finans piyasalarının dünya mali piyasalarıyla entegrasyonunun sağlanmasına yönelik sonuçlar verecek kararlardır.⁶⁸

2. Türkiye'de Sermaye Piyasası

Sermaye piyasası faaliyetlerinin özel hukuki düzenlemeler gerektirdiği uygulamanın ortaya koyduğu bir realitedir. Ancak düzenlemeler, gelişmenin hangi aşamasında gidilmesi gerektiği konusunda değişik görüşler bulunmaktadır: Sermaye piyasalarını "bir kuruluş ve mevzuat sorunu olmaktan daha çok mali, ekonomik, sosyal ve psikolojik bir ortam sorunu" olarak değerlendiren görüşlere karşılık; zamanlama konusunda, aşağıdaki yaklaşım daha çok yardımcı olabilecek niteliktedir: Sorun, ne alınıp-satılacak menkul kıymetlerin bulunmadığı bir dönemde sermaye piyasasını düzenlemek, ne de bazı Batı Avrupa ülkelerindeki ileri iktisadi seviyeye ulaşınca kadar beklemektir. Sorun, bir sermaye piyasasının temelini atmaya imkan verecek kadar menkul kıymetin bulunup, bulunmadığı olmalıdır.⁶⁹

Ülkemizin özellikle son on yıldır ekonomik hayatında karşılaştığı en önemli problem, ekonominin genel dengesi içerisinde tasarrufların artırılması ve artan tasarrufların etkin bir biçimde yatırımlara kanalize edilmesinde karşılaşılan güçlükler olmuştur. İktisadi kalkınmanın ve büyümenin sağlanabilmesi, devamlı süreç haline getirilebilmesi, tasarruf meylinin artırılması, artan tasarrufların yatırımlara kanalize edilebilmesiyle mümkündür.

Tasarruf meylinin artırılması makro ve mikro iktisadi ve mali politikaları, sosyal ve eğitim politikalarını gerektirirken, artan tasarrufların müteşebbislerin kullanımına sunulabilmesi için de belli ihtiyaçlara cevap verebilen belirli kurumlara ihtiyaç vardır. Dış tasarrufları hariç tutarsak ülkemizde bu kurumların en önemlileri bankalar sistemi, para ve sermaye piyasaları olmaktadır.

Ülkemizde 1980'li yıllara kadar bankalar sistemi ve diğer para piyasası kurumları önemli bir gelişme göstermişse de sermaye piyasasının gelişmesi, yeniden düzenlenmesi ve ekonomide önemli fonksiyon icra eden bir kurum olarak oluşması, banker skandalını takiben düzenlenen 2547 sayılı kanunla olmuştur. Bu kanun sermaye piyasalarının iki önemli fonksiyonuna etkinlik kazandırmak amacına dönüktür. Bu fonksiyonlardan birincisi,

⁶⁹ Mecit Eş, Kuruluş Döneminde (1961-1982) Türkiye Sermaye Piyasası (Kütahya: Anadolu Ün. Yay, 1989), s.20.

muhtelif tasarruf sahiplerine çeşitli risk-getiri bileşimlerini kapsayan muhtelif yatırım alternatiflerini sunmak suretiyle onların net bugünkü değerlerini veya net faydalarını maksimize etmek; ikincisi ise tasarruf edilen fonların optimal verimlilikle yatırımlara kanalize edilmesini sağlayarak ekonomideki kaynakların etkin kullanımını gerçekleştirmektir.

Bir an için sermaye piyasasının olmadığını veya yeterince gelişmediğini kabul edelim. Bu durumda ekonominin gerektirdiği fonların önemli bir bölümünün dış tasarruf kurumlarından sağlanması gerekir. Dış fonlar, etkin kullanılmadığı ölçüde milli ekonomi üzerinde menfi etki meydana getirir ve sonuçta dış borç sarmalının oluşmasını sağlar.⁷⁰ Hazineden yapılan açıklamaya göre, 1995 Haziran sonunda 73 Milyar 278 milyon dolar olan dış borç stoku bir yıl içinde 2 milyar 479 milyon dolar artarak, 1996 Haziran sonunda 75 milyar 757 milyon dolara ulaşan Türkiye'nin içinde bulunduğu ekonomik durumun üzerinde ciddiyle düşünülmesi gerekir. DİE tarafından yayınlanan raporlarda 1995 yılında Türkiye'nin nüfusu 62.5 milyon civarında tahmin edilmektedir. Bu veriye dayanarak yapılan hesaplamalarda kişi başına düşen dış borç miktarı 1995'te 1.172 dolar seviyesinde bulunmaktadır. 1996 senesinde ise bu rakamın 13 dolar daha artarak 1.185 dolara yükseldiği tahmin edilmektedir. Yaklaşık 2.5 milyar dolarlık artışın büyük bir kısmı ise kısa vadeli borçlardan kaynaklanmaktadır. 1995 Haziran sonunda 57 milyar 577 milyon dolar olan orta ve uzun vadeli borç miktarı 57 milyar 238 milyon dolara gerilemiştir. Ancak kısa vadeli borçlar 15.7 milyar dolardan 18 milyar 519 milyon dolara çıkmıştır. Uzun vadeli borcun 49 milyar 239 milyon dolarlık kısmı kamuya ait bulunmaktadır.⁷¹ Bu sebeple ülkemizde sermaye piyasasının geliştirilerek tasarruf-yatırım kısır döngüsünün aşılması gerekir. Banker hadisesi sermaye piyasası üzerinde olumsuz bir etki bırakmıştır. Bu sebeple bir taraftan tasarrufların emniyete alınması diğer taraftan uygulanmakta olan liberal sistem çerçevesinde piyasa mekanizmasına daha fazla işlerlik kazandırılması için, ekonomik modelde uyumlu hale getirmek amacıyla, sermaye piyasası 1980'den itibaren kamunun yakın bir takibine alınmış, kurumsal işleyişin aksayan yönleri takviye edilmiştir.

70 Civan, Ön. ver., s.19.

71 Yeni Yüzyıl, 18 10 1996, s.9.

Sermaye piyasası vadesi bir yıldan fazla olan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Diğer bir ifadeyle orta ve uzun vadeli fonlar bu piyasada işlem görmektedir. Geniş anlamda bu piyasa her türlü sermaye hareketlerini kapsadığı halde, dar anlamda bu piyasa menkul değerlerin arz ve talebini ifade eder. Bu sebeple menkul değerler piyasası denilince sermaye piyasası; sermaye piyasası denilince menkul değerler piyasası akla gelir. Aslında bu iki piyasa arasında önemli bir fark vardır.

Sermaye piyasasında işleme konu olan mal sermaye fonlarıyken, menkul kıymet borsalarında mal, belli bir iktisadi gücü temsil eden, tahvil ve hisse senedi gibi kağıtlardır. Ayrıca bu iki piyasada hareketler de ters yönlüdür. Mesela bir kimse on milyon liralık tahvil almak istediği zaman, bu sermaye piyasası yönünden sermaye arzı; menkul kıymetler piyasası yönünden kıymet talebi anlamını taşır. Yani birisinde arz, diğerinde talep vardır. Aslında bu iki piyasa birbirinin içersinde, birbirini tamamlayan ve bütünleşmiş bir piyasadır. Tahvil ve hisse senetleri, sermaye piyasasında fonların el değiştirmesini sağlayan araçlar görünümündedir.

Sermaye piyasasında fon arzını sağlayan birimler; fertler, işletmeler ve kamudur. Fon talep edenlerse, fon ihtiyacı içerisinde bulunan, işletmeler ve kamu kurumlarıdır. Fertlerin fon talebi, ikincil piyasalarda yapmış oldukları yatırımları çözmeleri, nakte dönüştürmeleri şeklinde ortaya çıkar.⁷²

Ekonomik ve mali politikalar, küçük tasarrufları ekonomiye kanalize edecek ve ekonomiye büyük ölçüde finanse edecek güçlü bir sermaye piyasasının kurulmasını gerektirmiştir. Bu sebeple 1 Şubat 1982'de yürürlüğe giren 2499 sayılı kanun 1992 yılına kadar uygulanmıştır. Gerek bu kanunun uygulanmasından doğan boşlukları doldurmak, gerekse ekonominin gelişmesine göre doğan yeni ihtiyaçları karşılamak üzere 23.04.1992 tarih ve 3794 sayılı kanun yürürlüğe konmuştur. 3794 sayılı kanun ana hatlarıyla şu değişiklikler getirilmiştir:

72

Civan, Ön. ver., s.20.

Getirilen Yeni Kurumlar

- Takas ve satılma ortaklıkları,
- Sermaye piyasası araçlarını derecelendirme ortaklıkları,
- Yatırım danışmanlığı ortaklıkları,
- Portföy yönetim ortaklıkları,
- Genel finans ortaklıkları,
- Risk sermayesi fonu ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları,
- Gayrimenkul yatırım fonu ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları,
- İpoteğe dayalı menkul kıymetler merkezi.

Yeni Araçlar

- Oydan yoksun hisse senetleri,
- Depo edilen hisse senedi sertifikası,
- Varlığa dayalı menkul kıymetler,
- Vadeli işlem sözleşmeleri.

Piyasada Etkinliği Arttırıcı Yeni Düzenlemeler

- Sermaye piyasasında fon toplayıcılar kapsamının genişletilmesi,
- Sermaye piyasası araçlarının çeşitlendirilmesi,
- Yatırım fonu kurmaya yetkili olanların kapsamının genişletilmesi,
- Sermaye piyasası faaliyetlerinin ve kurumlarının çeşitlendirilmesi,
- Sermaye piyasasında kurum bazında düzenlemelerden faaliyet bazında düzenlemeye geçilmesi,
- Kredili menkul kıymetler işlemlerinin düzenlenmesi,
- Açığa satış işlemlerinin düzenlenmesi,
- Sermaye piyasası araçlarının kayde değer hale getirilmesi,
- M. kıymet geri satılma, satma taahhüdüyle alım-satım işlemlerinin düzenlenmesi,
- İzin sisteminden kayıt sistemine geçirilmesi,
- Portföy işletmeciliğinin düzenlenmesi,
- Geçici ilmühaberinin kaldırılması,

- Hisse senedi teslim süresinin kısaltılması,
- Sermaye artırımlarında rüçhan hakkı kullanımından artan payların pirimli satılması.

Yatırımcının Korunması ve Kamunun Aydınlatılması

- Kamunun aydınlatılmasında özel durumların düzenlenmesi,
- Ortaklık genel kurullarında vekaleten oy kullanma esaslarının düzenlenmesi,
- Aracılıkta satınalma taahhüdü kapsamının genişletilmesi,
- Yönetim kurulu kararlarının iptali imkanının getirilmesi,
- İzahname düzenlenmesinde birlikte sorumluluk,
- Borçlanma senetlerinde satılmayan kısmın gerektiğinde iptali zorunluluğu,
- Ara mali tabloların düzenlenmesi,
- Bağımsız denetim yaptırma zorunluluğunun genişletilmesi.

Yeni Borsalar ve Piyasalar

- Altın ve kıymetli madenler borsası,
- Vadeli işlem borsaları,
- Borsalar dışında teşkilatlanmış diğer borsalar.

Yeni Suçlar, Müeyyideler ve Tedbirler

- İçerden öğrenenlerin ticareti,
- Fiyat manipülasyonları,
- Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek bazı fiillerin suç sayılması,
- Denetim için gerekli bilgi ve belgelerin gerektiğinde mahkeme kanalıyla ibrazının sağlanması,
- Ortaklarla ilgili olarak pay sahibi ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyucu nitelikte bazı tedbirlerin alınması.⁷³

3. Finansal Yenilikler

1980'lerde başatılan dışa açılma ve ihracat atağı ülkemize eskiden kullanılmayan veya çoklarınınca bilinmeyen yeni finansal araçların ülkemizde de kullanılmasına imkan vermiştir. Özellikle dış dünyaya açıldıkça, müşteri talepleri, dünya mali piyasalarına paralel bir gelişme göstermekte ve bu piyasalarda uygulanan klasik araçların yanında, yeni geliştirilen araçlarda ülkemizde kurumsallaşmaktadır.

2499 sayılı yasa hükümlerine göre Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) 1 Şubat 1982 tarihinde faaliyete geçmiştir. Bu bölümde geleneksel finansal araçlara, örneğin pay senedi ve tahvillere değil, bunlara ek olarak sermaye piyasasında çeşitliliği arttıran diğer finansal araçlara yer verilmektedir. Hazine bonusu eskiden beri çıkarılan bir finansal araçtır. Ancak 1980 sonrasında bu araca çok sıkça başvurulmuştur. 1982 ve 1983 yıllarında çıkarılmamasına karşılık Türk Sermaye Piyasasında önemli bir yere sahip olması nedeniyle hazine bonoları yeni araçlar arasında incelenmiştir. Bunun yanında; Gelir Ortaklığı Senedi, Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi, Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar, Finansman Bonusu ve Döviz Endeksli Menkul Değerler yeni finansal araçlar arasında incelenmektedir.

A.Hazine Bonoları (HB)

1980 sonrasında Türk Finans Piyasalarında en çok görülen ve kısa dönemli iç finansman gereksinmesini karşılayan finansal araçlardan biri de Hazine Bonolarıdır. Bu değerler kamu kesiminin sermaye piyasasından yararlanmasını sağlayan en önemli araçlardan biridir. Özellikle 1984 yılından sonra finans piyasalarında bu menkul değerlere karşı istem artmıştır. Bunun kökeninde 1982 yılında yaşanan banker olayları yatmaktadır. Bu olaylardan sonra birikimciler, yatırım düşüncelerine hizmet edecek güvenli ve rizikosuz alanlar aramışlardır. Bütçe kanunuyla çıkarma yetkisi verilen Hazine Bonoları bu isteklerin karşılanmasına uygun düşmekte ve bunların getirileri de seçenek alanlardan daha yüksek bulunmaktadır. Bu nedenlerden dolayı bunlara olan istem artmıştır. Devlet de bu isteme uygun olarak HB sunumunu yükselterek piyasada yer almıştır.

Kamu Kesimi çeşitli nedenlerle HB çıkarma gereğini duymaktadır:

i. İleriki dönemlerde sağlanacak bütçe gelirlerine karşı ortaya çıkan açıkları kapatmak.

ii. Fazla paranın piyasadan çekilmesi.

iii. Sermaye piyasasını geliştirmek.

Büyük ölçüde bu nedenlerle kamu kesiminin bir borçlanma senedi olarak piyasaya sürülen HB, yatırımcılara çeşitli üstünlükler sağlamaktadır. Bunlardan başlıcaları şunlardır:

i. Gelirlerinin vergi dışı tutulması.

ii. Devlet tarafından çıkarıldıklarından dolayı rizikosuz olmaları.

iii. Vadelerinin kısa olması ve gelirlerinin seçenek yatırım alanlarındakinden yüksek olması.

iv. Likiditelerinin yüksek olması.

v. Devlet artırımlarında güvence olarak gösterilebilmeleri.

vi. Bankalar için dispoñibl değer olmaları.

B.Gelir Ortaklığı Senedi (GOS)

Türkiye'de 1980'lerden sonra sermaye piyasasını geliştirme çabaları, tahvil ve pay senedi gibi klasik yatırım araçları yanında yeni araçlar da yaratmıştır. Bu çabalarla sermaye piyasasında yatırım olanaklarının çeşitlendirilmesi ve böylece bu piyasanın geniş boyutlara ulaşması hedeflenmiştir. GOS bu yeni araçlardan biridir.⁷⁴

Gelir ortaklığı senetleri, köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları ile

⁷⁴

Abdurrahman Fettahoğlu, Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yay, 1991), s.85-87.

benzerlerinden, kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların gelirlerine, gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılacak senetlerdir. Bu tanım iki önemli özellik arz etmektedir:

i. GOS ulaşım, haberleşme, enerji kesiminde kamuya ait olan altyapı tesislerinin gelirlerini ilgilendirmektedir.

ii. Bu gibi tesislerin mülkiyeti ve işletmesi ile ortaklık senedi alanların hiç bir ilgisi yoktur.

Gelir ortaklığı senetleri, hukuki statüsü itibariyle adındaki "ortaklık ibaresine rağmen, değişken faizli bir tahvil özelliği taşımaktadır. İstenildiği an paraya çevrilebilir, genellikle üç veya beş yıl vadeli ve başlangıç yıllarında vergiden muaf tutulmuştur. Kanunda tanımlanan menkul kıymetler arasında GOS'nin de dahil edilmesine ihtiyaç duyulmasının nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

i. Altyapı yatırımlarına devlet bütçesi dışında kaynak sağlamak.

ii. Soyut nitelikte olan devlet tahvil ve hazine bonosu yerine somut imajlı olan köprü ve barajların adlarını kullanarak, daha kolay borçlanmak.

iii. Küçük kupürler çıkararak sermaye piyasasının yararlanacağı yeni bir araç yaratmak.

iv. Özellikle faiz geliri elde etmekten çekinen ve haram sayan tasarruf sahiplerine gelir ortaklığı ismini kullanmak suretiyle ulaşmak.

v. Enflasyon hızı aşağıya çekildiğinde, yüksek ve sabit faizli devlet tahvillerinin hazineye getirdiği faiz yükünü hafifletmek.⁷⁵

Büyük ölçüde bu amaçları karşılamak üzere 17 Mart 1984 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 2983 nolu yasayla GOS çıkarılabilme olanağı sağlanmıştır. Bu senetler, bazı yönleriyle pay senedi ve tahvile benzer çağrışımlar yapmasına karşın çeşitli farklılıklar

75

İlker Parasız, Para Banka ve Finansal Piyasalar (Bursa: Ezgi Kitabevi, 1994), s.257.

içermektedir. Pay senedinden ayıran en önemli özellik, sahiplik hakkının bulunmamasıdır. Aynı şekilde gelir ortaklık senedi sahipleri, ilgili ortaklıkların yönetimine ve olası zararlarına da katılmamaktadır. Bu senetlerin tahvile benzeyen yönü ise, vadesinin belirlenmiş bir borç senedi niteliğinde olmasıdır. Ancak GOS' nin geliri, önceden belirlenen bir faiz oranı olarak değil, daha sonra kamu kurum ve kuruluşların gelirlerine bağlı olarak saptanmaktadır. Bu oranın enflasyonun üzerinde belirlenmesi hedeflenmiştir. Dolayısıyla bunun yaklaşık ne kadar olabileceği kestirilebilmektedir. Bu senetlerin tahvile benzeyen bir diğer yanı ise, ortaklığın yönetiminde herhangi bir söz hakkının bulunmamasıdır.

Bugüne kadar Boğaziçi Köprü Gelir Ortaklığı Senetleri, Keban Barajı Gelir Ortaklığı Senetleri. Oymapınar Barajı Gelir Ortaklığı Senetleri piyasaya çıkarılmış bulunmaktadır.

Bir finansal araç olarak çeşitli üstünlüklere sahip olan GOS, çeşitli yönlerden eleştirilmektedir:

i. Bu senetlerin gelirlerinin enflasyon oranının üzerinde belirlenmesi, ülkemiz koşullarında bu yolla sağlanan kaynağın maliyetini yükseltecektir. Bununla birlikte; bir taraftan bankaların uyguladıkları serbest faiz politikasına müdahale edilip faiz oranları düşürülürken, diğer taraftan devletin bizzat kendisinin ödediği reel faiz oranını arttırması, genelde para ve yatırım politikalarıyla çelişmekte; dolayısıyla ellerinde nakdi imkan bulunanlar, "risk" unsuru olan yatırımlar yerine, yüksek faizli senetleri tercih etmektedirler.

ii. Bu senetler devletin bir borçlanma aracıdır; ancak ilgili kamu kurum ve kuruluşun bir finans yolu olmalıdır. Toplanan kaynakların ilgili ortaklıklara aktıldığı konusunda somut bilgilere rastlanmamaktadır. İşletmecilik ilkeleri çerçevesinde bu kaynakların kullanımının ilgili kuruluşlara bırakılması durumunda, bu kurumların devlete olan yükü azalacaktır.

iii. GOS çıkarımının ve koşullarının toplumsal - ekonomik düzeydeki etkileri bir yana bırakılırsa, devletin bu senetleri piyasaya sürerek özel sektör menkul değerlerine olan

istemi de olumsuz yönde etkilemektedir. Ülkemizde yetersiz bulunan sermaye birikimi çerçevesinde devletin fon toplaması, özel kesimi daha yüksek maliyetli kaynak almaya itmektedir. Aynı şekilde piyasada bulunan diğer menkul değerlerin verimliliği sermaye piyasasının gelişimi olumsuz yönde etkilenmektedir.

Sermaye piyasasının bir yatırım aracı olan GOS, yatırımcılar için çeşitli üstünlükler sağlamaktadır. Bunlar şöyle sıralanabilir:

i. Sermaye piyasasında yeni bir seçenek araç olarak işlem görmesi, bu piyasanın gelişmesine olumlu katkı yapabilir. Bu senetlerin menkul değer olması ve taşıyan adına çıkarılması ticaretini kolaylaştırmaktadır. Aynı zamanda bunların likiditesi yüksektir, çünkü heran paraya dönüştürülebilir senetlerdir.

ii. GOS gelirlerinin yüksek olması, çekiciliğini arttırmaktadır. Ayrıca devlet güvencesinin bulunması, rizikosuz yatırım niteliği sağlamaktadır.

iii. Bu senetlerin vergi dışı bırakılması, kurumsal yatırımcıların da ilgi alanına girmiştir. Bu kuruluşlar, bu senetleri güvence olarak gösterme olanağına sahiptirler.

C.Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi (KOB)

1980 sonrası sermaye piyasasında görülen bir diğer finansal yenilik, Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesidir. Bu menkul değer çıkarılmasında çeşitli nedenler rol oynamıştır. Bu nedenler iki grupta toplanabilir:

i. Ülke ekonomisinin gelişimi için işletmelerin gereksinim duydukları kaynakları bu yolla sağlama; enflasyonla birlikte finans gereksinimi artan ortaklıklar, KOB çıkarımıyla karşılama olanağına sahip olmaktadır. Bununla birlikte; yatırımcılar da birikimleri için banka mevduat faizinin üstünde bir gelir sağlama olanağına sahip olabileceklerdir.

ii. Çeşitli nedenlerle faiz kavramına karşıt bir duyguya sahip olan yatırımcıların da, birikimlerini değerlendirme; böylece KOB, faizi kar ile ikame eden bir düşünceye hizmet edebilecektir.

Bu düşünceleri karşılamak ve sermaye piyasasında menkul değer çeşitliliğini arttırmak amacıyla 7 Temmuz 1984 ve 18451 sayılı RG' de yayımlanan 84/8224 sayılı Bakanlar Kurulu kararıyla Anonim Ortaklıkların KOB çıkarabileceği hükme bağlanmıştır. Bu karara dayanarak 13.12.1984 tarih ve 18604 sayılı RG'de KOB'un çıkarımına ilişkin esas ve yöntemler ile ilgili tebliği yayımlamıştır.⁷⁶

Bu belgeler kar ve zarar katılma hakkı vermekle birlikte hisse senedi sayılmaz. Çünkü, kar zarar ortaklığı belgeleri sahiplerinin şirket yönetiminde oy hakları yoktur. Ayrıca bu belgeler vadeliidir. Vade sonunda ana para ve kar payı geri ödenir. Kar zarar ortaklığı belgeleri ortaklık hakkı vermediği için belgeye sahip olanlar şirketin varlıkları ile alacakları üzerinde mülkiyet hakkı sahibi olmaz ve tasfiyeden pay almaz. Kar zarar ortaklığı belgesinin kara iştirakli tahvilde olduğu gibi, ihraç eden açısından en önemli avantajı, hisse senedi gibi ancak bilançoda kar varsa kardan pay vermesi, buna karşılık verdiği kar payını tahvil faizi gibi masrafa yazıp kurumlar vergisi matrahından düşebilmesidir.⁷⁷

D.Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar

Finansal piyasalarda görülen bir diğer yenilik de, Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolardır. Bu senetlerin çıkarılmasıyla mevduat toplama yetkisi bulunmayan kalkınma ve yatırım bankalarının sermaye piyasasından kaynak sağlamaları amaçlanmıştır. Böylece küçük birikimlerin kalkınma ve yatırım aracılığıyla ülke ekonomisine katkısı sağlanabilecektir.

Bu senetlerin çıkarılmasında aracılık görevi yapan bankalar kredi işlemlerini yerine getirmekte ve güvence sağlamaktadırlar. Birikimcilerin güvenceli ve geliri önceden belirlenmiş yatırım yapmaları yanında heran paraya dönüştürülebilecek alanlara yatırım yapabilme olanağına sahip olabilmektedirler. Dolayısıyla bu senetler kolayca alınıp satılabilecek, ikincil piyasada işlem görebilecek menkul değerlerdir.⁷⁸

⁷⁶ Fettahoğlu, Ön. ver., s.88-89.

⁷⁷ Gücenme, Ön. ver., s.29.

⁷⁸ Fettahoğlu, Ön. ver., s.90-91.

14.07.1992 tarihinde yayımlanan Seri III, Tebliğ No:12, Kalkınma ve Yatırım Bankaları'nın sermaye piyasasından kaynak sağlamak amaca ile çıkaracakları bonoları ikiye ayırarak incelemiştir;

Banka bonoları: Bankanın bu tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip, Kurul'ca kayda alınmasını müteakip ihrac ettiği emre veya hamiline yazılı kıymetli evraktır. Banka tarafından satışı yapıldığı tarihte vadesine en az 90, en çok 360 gün kalması gerekir.

Banka garantili bonolar: Bankadan kredi kullanan ortaklıkların, bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatı ile düzenleyip, alacaklı bankaya verdikleri emre muharrer senetlerden, bu krediyi kullanırmış olan bankaca kendi garantisi altında ve Kurul'ca kayda alınmasını müteakip, ihraç edilen kıymetli evraktır. Satış tarihi itibariyle vadelerine en az 90, en çok 720 gün kalmış olması gerekir.

Tedavül limiti, bankanın ilgili tebliğ hükümlerine göre satabileceği bonolardan herhangi bir anda tedavülde bulunabilecek azami tutarı ifade eder. Tedavül limiti, bankanın yetkili organlarınca onaylanmış son bilançosunda görülen ödenmiş sermayesi ve yeniden değerlendirme değer artış fonu toplamından varsa zararların düşürülmesinden sonra kalan miktarı geçemez. İhraç edilecek bonoların nominal değerinin 5 milyon TL'den az olmaması gerekir.

Kalkınma ve yatırım bankaları, ihraç ettikleri banka garantili bonoların içerdiği mali yükümlülüklerle kefil olmuş sayılırlar (Seri III, Tebliğ No:12, md:19).⁷⁹

E.Finansman Bonosu

Son yıllarda Türk Finans piyasalarında karşılaşılan ve bugün de güncelliğini koruyan bir yenilik, Finansman Bonolarıdır. Bu senetler; enflasyon oranının, buna bağlı olarak kredi maliyetlerinin yüksek olduğu dönemlerde işletmelerin kısa süreli finans gereksinimlerini karşılamada bir seçenektir.⁸⁰

⁷⁹ Yaşar Uysal, "Türkiye'de Sermaye Piyasası ile İMKB'deki Sorunlar", (Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi SBE, 1994), s.59-60.

⁸⁰ Fettahoğlu, Ön. ver., s.92.

Finansman bonoları, ihraççıların 31.07.1992 tarihli SP.Kurulu Seri III. No.13 tebliği hükümlerine göre, borçlu sıfatıyla düzenleyip, Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraktır. Finansman bonolarının vadesi 30 günden az 360 günden çok olmamak üzere 30 gün ve katları şeklinde belirlenebilir.

Halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri azami finansman bonusu tutarı, Kurul'un ilgili tebliğ hükümlerine göre hazırlanmış ve genel kurulca onaylanmış son yıllık bilançoda görülen çıkarılmış veya ödenmiş sermaye ve yedek akçeler ile yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından varsa toplam zararların düşülmesinden sonra kalan miktarı geçemez. Halka açık olmayan anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri azami finansman bonusu tutarı da bu esaslara göre hesaplanır. Ancak bu hesaplamada yedek akçeler dikkate alınmaz.

İhraç edilecek finansman bonolarının küpür büyüklüğü 5 milyon liradan az olamaz.

Finansman bonoları teminatlarına göre:

- Garanti kaydı taşımayan finansman bonoları: A tipi
- İhraççıya karşı taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş fin. bonoları: B tipi
- Banka garantisi taşıyan finansman bonoları: C tipi
- Hazine garantisi taşıyan finansman bonoları: E tipi
- Bir anonim ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme vaadini

ihtiva eden finansman bonoları: F tipi

Finansman bonolarının ikinci el piyasada alım satımı serbesttir. Emre yazılı finansman bonolarının tedavülü için senedin arka yüzünde beyaz ciro yapılmış olması ve teslimi yeterlidir.⁸¹

F.Dövizle Endeksli Menkul Değerler

Büyük ölçüde kamu kesiminin kaynak açığını karşılamak üzere finansal piyasalara sürülen bir yenilik de, Dövizle Endeksli Menkul Değerler'dir. Bugüne kadar Dövizle Endeksli Hasan Uğurlu Barajı Gelir Ortaklığı Senedi ve Dövizle Endeksli Petkim tahvilleri piyasaya çıkarılmıştır. Her ikisi de Dövizle Endeksli Menkul Değer'dir. Enflasyonist bir ortamda TL'nin değer kayıplarından yatırımcıların korumak ve böylece alıcı bulabilmek için dövizle endeksli tahviller çıkarılmıştır. Kamu kesimi yanında SPK 'nın izni alınarak özel kesim tarafından da bu tür menkul değerler çıkarmak olanaklıdır. Dövizle endeksli menkul değer çıkarımının bir diğer nedeni de, yurtdışındaki yabancı bankalarda bulunan işçi dövizlerinin yurda getirilmesini sağlamaktır.

Genel olarak bu tahvillerin, birikimlerini yabancı paralar üzerinden değerlendirilen tasarruf sahipleri açısından çekici olduğu ifade edilebilir. Ancak Türkiye için bazı olumsuzluklar taşıyabileceği ileri sürülmektedir. Ortaya çıkabilecek sorunlar dört ana başlık altında toplanmaktadır:

- i. Enflasyon artışına neden olmak,
- ii. İç borçlanmayı arttırarak sermaye piyasasının gelişmesini engellemek,
- iii. Piyasadan para çekilerek özel kesimin kaynaklarını kurutmak,
- iv. Bankaları kaynak sıkıntısına sokmak.

Bu eleştirilere karşı ileri sürülen karşı görüşler de şöyledir:

- i. Bugün borsada işlem gören menkul değerlerin %90'ı hazine bonusu ve devlet tahvilleridir,
- ii. Dövizle endeksli tahviller, tahvil piyasalarında enflasyonist bir ortamda yatırımcıların zarar göreceği endişesini ortadan kaldırmaktadır,
- iii. Geçici olarak bu yola başvurulabileceği önerilmektedir.⁸²

4. Türk Bankacılık Sektörü

24 Ocak istikrar programı ve bu programa dışa açılma, serbest pazar ekonomisine geçiş, liberalleşme gibi amaçların eklenmesi, bankacılık alanındaki gelişmeleri de etkilemiştir. Dünyada finansal pazarların serbestleştirilmesi (deregulation) eğiliminin 1980'li yıllarda güçlenmesi de, kuşkusuz etkisini Türk bankacılık sistemi üzerinde de göstermiştir.

1980 ve izleyen yıllarda her ne kadar IV. Beş Yıllık Kalkınma Planı yürürlükte ise de, kamu kesimine, devletin ekonomiyi yönlendirici işlevine ağırlık veren bir plan uygulanmamış, plan kağıt üzerinde kalmıştır. 1980 ve sonrasında şeklen kalkınma planlarının varolmasına karşın, bu dönemi planlı olarak nitelendirmek olanaklı görülmemektedir. Bu nedenle 1980 sonrası taşıdığı özellikler nedeniyle planlı dönemden ayrılmıştır.

A. Türkiye'de Bankacılık Sektöründeki Gelişmeler

1980 sonrasında bankacılık alanındaki gelişmelerin özellikleri, satırbaşları olarak şöyle belirtilebilir:

i. Faizlerin serbestleştirilmesi, mevduata pozitif faiz ödenmesi:⁸³

1980'li yıllarda gelişmekte olan ülkelerde piyasa mekanizmasının yerleştirilmesi dahilinde benimsenen yapısal uyum programları mali sistemin liberalizasyonu ile ekonomide istikrarlı bir büyümenin gerçekleşebileceğini öngörmüştür. 24 Ocak 1980 istikrar paketi ve izleyen dönemde devreye sokulan liberalizasyon tedbirleri ile Türk ekonomisinde de baskısını bulan bu yaklaşıma göre, finansal liberalizasyon sayesinde tasarruf oranı artırılabilir ve üretken yatırımlara daha fazla kaynak aktarılacaktır.⁸⁴

Liberalizasyon süreci, daha önceki bölümlerde de incelendiği gibi herhangi bir piyasada arz ve talep üzerindeki kontrol mekanizmalarının, fiyat ve miktar kısıtlamalarının

⁸³ Akgüç, Ön. ver., s.66.

⁸⁴ Sevdil Yıldırım ve U. Oğuz Altun, "Türk Bankacılık Sisteminin Değerlendirilmesi: 1980-1993 Deneyimi", Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü (Ankara: SPK Araştırma Dairesi Yayınları, 1995), s.77.

kaldırılmasına ya da zayıflatılmasına yönelik politikaları içermektedir. 1980'li yıllar, gelişmekte olan ülkelerin çoğunda piyasa mekanizmasına geçiş sürecinin yaşandığı yıllar olmuştur. Bu dönemde, istikrarlı bir ekonomik büyüme için, finansal liberalizasyonun gerekliliği üzerinde durulmuştur.

IMF ve Dünya Bankası destekli olarak uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının teorik temelini ise, literatürde "Mali Baskı Analizi" (FRA= Financial Repressio Analysis) olarak anılan yaklaşım oluşturmuştur. Hatırlanacağı üzere, Shaw ve McKinnon tarafından geliştirilen bu yaklaşımda, mali sistemin liberalizasyonu ile ekonomide tasarruf oranının arttırılabileceği, bu yolla üretken yatırımlara daha fazla kaynak aktarımı yapılabileceği ve sonuçta istikrarlı bir büyümenin sağlanabileceği öne sürülmüştür.

Ekonomide mali kaynakların etkin kullanımının sağlanabilmesi ise, sermayenin fiyatı olan "faiz oranı"na piyasa mekanizması içinde işlerlik kazandırılması ile mümkün olabilecektir. Shaw-Mc Kinnon hipotezi çerçevesinde faiz oranının üstleneceği işlev, şu şekilde özetlenebilir:

- Ekonomide tasarruf oranı ve reel faiz oranı arasında pozitif bir ilişki vardır.
- Faiz oranının piyasa güçleri çerçevesinde serbest bırakılması, sermayenin "etkin" çalışan mali sistem aracılığıyla "rasyonel kullanımı"na imkan tanıyacaktır.
- Böylelikle, reel faiz oranındaki artış ekonomide tasarruf eğilimini arttıracak gibi, fon fazlası olan birimlerin bankacılık sistemine çekilebilmesini sağlayacaktır.
- Mali piyasaların etkin çalıştığı varsayımı altında, ekonomide karlı/üretken alanlara aktarılabilir fon miktarı yükselecektir.

İşte bu sebeptendir ki; 1980'lere damgasını vuran finansal liberalizasyon uygulamalarının ilk ayağını "faiz oranı mekanizmasının serbestleştirilmesi" oluşturmuştur.⁸⁵

1980'lerin başında faiz hadlerinin yükseltilmesiyle başlayan ve adım adım uygulanan deregülasyon, 1980'lerin sonuna kadar faiz hadlerine istikrar getirmemiştir (Tablo 6)

Tablo 6
Finansal Aktif Yıllık Getiri Oranları 1980-1992 (%)

Finansal Aktif	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Tasarruf Mev. (1)													
Vadesiz	5.0	5.0	5.0	5.0 (2)	5.0 (3)	5.0	10.0 (4)	10.0 (4)	27.9 (4)	12.0	12.1	12.3	10.6
1 ay vadeli	-	-	25.0	-	-	35.0	29.0	28.0	60.1	39.2	38.7	58.0	57.5
3 ayl vadeli	-	45.0	45.0	-	-	45.0	36.0	35.0	66.1	49.1	50.7	69.6	68.9
6 ay vadeli	15.0	50.0	50.0	47.0	52.0	50.0	41.0	38.0	70.8	51.8	50.7	70.6	69.4
1 yıl ve daha fazla v.	33.0	50.0	50.0	45.0	45.0	55.0	48.0	53.6	83.9	58.8	59.4	72.7	74.2
(vergi son. net gelir)	(24.8)	(37.5)	(37.5)	(36.0)	(40.5)	(49.5)	(43.0)	(48.0)	(75.1)	(52.6)	(53.2)	(65.1)	(66.3)
Devlet Borç Snt.													
3 aylık H.B. (5)	-	-	-	-	-	-	-	45.5	55.0	40.8	55.1	68.4	74.7
6 aylık H.B. (5)	-	-	-	-	-	50.2	35.1	47.4	60.0	44.4	55.1	71.8	75.6
12 aylık D.Tab. (5)	-	-	-	-	-	50.3	46.4	49.6	67.7	50.8	58.9	73.0	77.8
Döviz (6)	150.2	44.4	40.4	45.7	56.1	34.3	37.1	35.4	79.0	28.9	27.5	74.6	64.9

Kaynak: Önder, Türel, Ekinci, Somel, s.129'dan uyarlandı.

(1) Dönem sonu itibariyle

(2) 3 ay ihbarlı vadesiz mevduata %49 faiz oranı

(3) 1 ve 3 ay ihbarlı vadesiz mevduata sırasıyla %35 ve % 53 faiz oranı

(4) Aylık (3 aylık) asgari bakiyeye 1 ay (3 ay) vadeli faiz haddinin %90'ı geçmeyen faiz hadleri uygulanabilir.

(5) Aralık ayında yapılan ihalelerde elde edilen ortalama faizhaddi

(6) Dolar ve DM'nin 0.75 ve 0.25 katsayılarıyla ağırlıklandırıldığı bir sepetin aralık ayı ortalamalarının yıllık değişme oranı.

1981 ve öncesinde negatif olan vadeli mevduatın reel faiz hadleri, 1982'de pozitif dönüşmüştür. 1982 bankerler krizi sonrasında para politikasında yumuşama izlenmiş ve TCMB güdümündeki faiz politikası 1986'ya kadar reel mevduat faiz hadlerinin mutedil ölçülerde pozitif veya negatif olmasını sağlamıştır. 1986'da nominal faiz hadleri enflasyon oranındaki gerilemeye paralel olarak düşürülmüş ise de, enflasyon oranındaki önemli gerileme reel mevduat faizlerini (ve onun paralelinde kredi faizlerini) yeniden tırmandırmıştır. 1986 yılı (1982 yılındaki kriz boyutlarına ulaşmamış olsa da) finans sektörünün yeniden ciddi sıkıntılarla yüz yüze geldiği bir yıl olarak geçmiştir. Bir referandum ve seçim yılı olan

1987'deki görece gevşek para politikası bu sıkıntıları savuşturmuş ve mutedil ölçüde negatif mevduat faizlerine geri dönmüştür.

Seçim sonrası stabilizasyon denemesi, ima ettiği görece sıkı para politikası ile, faiz hadlerini yükseltmiş, 1988 sonunda bankaların faiz yarışması TCMB tarafından frenlenmiştir. Sonuçta vadeli mevduatın reel faiz hadleri yeniden pozitif olmuş, bu gelişme 1989-90'da şirketler kesimine çok yüksek kredi faizleri ile yansımıştır. 1990 sonrasında bankaların vadeli mevduat faiz hadlerini az çok enflasyona endeksleme ve yeni bir faiz yarışından uzak durma konusunda özenli davrandıkları söylenebilir.

Döviz ve dövizle birimlendirilmiş aktifler, 1984-85'e kadar diğer finansal araçların pek çoğundan yüksek reel getiri sağlamıştır. Ancak bu tür aktiflerin yerleşikler için alternatif bir plasman imkanı olması, 1984'deki kambiyo rejimi düzenlemesi sonrasında gerçekleşmiştir. 1985-87 döneminde uygulanan kontrollü faiz ve kur politikası süresinde yurtiçi faiz hadleri ve kur genellikle paralel yönlerde seyretmiştir. 1988-92 döneminde ise yurtiçi faiz hadleri ile kurun genellikle aykırı yönlerde hareket ettiği izlenmektedir. Bu olgunun temel nedenleri arasında TCMB'nin faiz ve kur belirlemek üzere yeni modelleri uygulamaya aktarması ve daha da önemlisi, sermaye hareketlerini serbestleştiren kambiyo düzenlemeleri sayılabilir. 1988-92 deneyimi, makroekonomik istikrara ulaşmamış bir ekonomide deregülasyon ve kambiyo rejimi serbestleştirmesinin faiz hadlerini ve kuru da istikrarsızlığa ittiğini, faiz ve kur "feedback" lerinin ise makroekonomik istikrarsızlığı daha da artırdığını düşündürmektedir.

1989-90'da Türk lirasının aşırı değerlenmesi para ikamesini frenlemiş ve yerleşikler döviz mevduatının net varlık ihraçları içindeki payı azalma göstermiştir. Ancak bu eğilimin 1991-92'de devam etmediği ve döviz mevduatının yeniden tırmanışa geçtiği gözlenmektedir.

Enflasyon hızının düşürüleceği beklentisi ve belki de döviz ikamesinin sınırlı tutma arzusuyla, 1983 sonunda başlayan stabilizasyon denemesinde kısa vadeli mevduata oldukça yüksek (hatta 6 ay vadeli mevduata olduğu gibi, 1 yılıktan da yüksek) faiz verilmesi, ancak 1983-87 stabilizasyon denemelerinin başarısız kalması, mevduat vadelerini kısaltma yönünde

baskılar getirmiş, 1991'de TL olarak mevduatın yaklaşık yarısı 3 aylık mevduattan oluşmuştur (Tablo 7).

Tablo 7
Vadeli TL Mevduatın Vade Yapısı, 1980-91

Mevduat Türü/vade	1980	1983	1987	1989	1990	1991
TOPLAM	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1 ay	-	-	6.1	14.2	11.4	11.6
3 ay	0.4	8.9	27.2	31.2	34.5	50.3
6 ay	4.6	45.1	18.5	20.09	24.1	18.8
1 yıl ve daha fazla	95.0	46.0	48.2	33.5	30.0	19.3
TASARRUF MEVDUATI	74.1	80.1	59.9	70.5	67.8	71.1
1 ay	-	-	3.5	11.2	9.0	9.8
3 ay	0.2	7.4	18.9	25.7	28.4	40.1
6 ay	2.5	40.5	10.6	10.4	10.3	8.0
1 yıl ve daha fazla	71.4	32.2	26.9	23.2	20.1	13.2
MEVDUAT SERTİFİKASI	12.0	8.2	15.1	7.1	5.9	4.8
1 ay	-	-	0.9	0.3	0.1	0.1
3 ay	-	1.0	4.0	2.2	1.6	2.4
6 ay	1.9	0.8	3.4	1.2	1.1	0.8
1 yıl ve daha fazla	10.1	6.4	6.8	3.4	3.0	1.5
TİCARİ MEVDUAT	0.5	0.8	9.7	6.2	6.6	5.8
1 ay	-	-	1.0	1.9	1.7	1.1
3 ay	0.1	0.2	3.4	2.1	2.5	3.9
6 ay	0.1	0.4	1.1	0.9	1.6	0.3
1 yıl ve daha fazla	0.3	0.2	4.2	1.3	0.8	0.5
DİĞER KURULUŞLAR	13.4	10.9	15.3	16.2	19.7	18.3
1 ay	-	-	0.7	0.8	0.6	0.6
3 ay	0.1	0.3	0.9	1.4	2.0	3.9
6 ay	0.1	3.4	3.4	8.4	11.1	9.7
1 yıl ve daha fazla (1)	13.2	7.2	10.3	5.6	6.1	4.1
Bilgi için: Vadeli Mv./ Top. Mev. %	26.4	47.9	58.5	68.5	66.8	70.6

Kaynak: "TCMB üç aylık bülten, 1992, I", Önder, Türel, Ekinci, Somel, s.131'den uyarlandı.

(1) Resmi mevduat ve bankalararası mevduat hariçtir.

1983 ve sonrasında bileşik faiz formülü ile yıllıkla eşdeğer hale getirilen 3 ve 6 aylık mevduat faizinin yıllık mevduat faizinin aştığı yıllar çoktur. Bu koşullar altında ticari bankalar kesiminin uzun vadeli krediler ve diğer finansal aktiflere yönelmelerini beklemek gerçekçi olmazdı. Sonuçta finansal kesimin karar ufku giderek kısa vade ile sınırlanmaya başlamış, bu yaklaşım doğal olarak üretim ve yatırım kararlarına olumsuz etkiler yapmıştır.⁸⁶

ii. Yabancı bankaların kurulmasına veya Türkiye'de şube açmalarına elverişli ortam yaratılması:

1929 Dünya ekonomik bunalımından sonra Türkiye'de faaliyette bulunan yabancı banka sayısı sürekli azalırken, 1985-91 döneminde yabancı bankaların Türkiye'ye gösterdikleri ilgide belirgin bir artış görülmüştür. Bu dönemde yabancı ticari bankaların sayısı 15'ten 21'e çıkmıştır. 1985 yılında hiçbir yabancı yatırım bankası faaliyette bulunmazken, 1991 yılında sektördeki banka sayısı 3 olmuştur. İncelenen dönemde Türkiye'de faaliyet gösteren yabancı bankaların sayısında 1989 ve 1990 yıllarında artış görülürken, 1991 yılında bir azalma ortaya çıkmıştır (Tablo 8).

Tablo 8
1985-91 Yılları Arasında Türkiye'de Faaliyet Gösteren Banka Sayısı

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Ticari Bankalar	44	49	50	52	53	56	55
Kamu Bankaları	9	8	9	8	8	8	8
Özel Bankalar	20	24	24	25	24	25	26
Yabancı Bankalar	15	17	17	19	21	23	21
Klk. ve Yt. B.	6	6	6	8	9	10	10
Kamu Bankaları	4	4	4	4	3	3	3
Özel Bankalar	2	2	2	2	2	4	4
Yabancı Bankalar	-	-	-	2	4	3	3
Toplam	50	55	56	60	63	67	66

Kaynak: "Türkiye Bankalar Birliği, Bankalarımız Yıllıkları", Cangöz, Demirci Erdener, s.17'den uyarlandı.

⁸⁶

İzzettin Önder ve Oktar Türel, Nazım Ekinci, Cem Somel, Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar (İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1993), s.128-132.

Bu alanda dikkat çekici bir gelişme özellikle son iki yıllık dönemde Türkiye'de şubesi bulunan yabancı bankaların şubelerini Türkiye'de yerleşik yabancı banka şeklinde yeniden örgütlemeye başlamalarıdır.

iii. Türk bankacılığının dışa açılması:

Yabancı bankaların Türkiye'de şube açmasına paralel olarak Türk bankaları da yurtdışında şube açma ve banka kurma ya da mevcut bankalarla ortaklık kurma yoluna gitmektedirler (Tablo 9). Bunun başlıca nedeni, Türk dış ticaretinin artmasıyla ortaya çıkan fon akışını, Türk bankacılık sisteminden geçirebilmek ve AT'nin mali yapısı içinde yer alabilmektir.⁸⁷

Tablo 9
1985-1991 Yılları Arasında
Yurtdışında Faaliyet Gösteren Temsilcilik ve Şube Sayısı

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Temsilcilik S.	64	69	73	85	91	98	104
Şube Sayısı	12	14	13	15	17	20	20
Toplam	76	83	86	100	108	118	124

Kaynak: "Türkiye Bankalar Birliği, Bankalarımız Yıllıkları", Cangöz, Demirci Erdener, s.17'den uyarlandı.

iv. Yeni ticaret bankalarının açılmasına izin verilmesi:

Kalkınma Planlarının, Türkiye'de yeterli ticaret bankası bulunduğu görüşünden hareketle daha çok ihtisas bankalarına öncelik verilmesine, bu tür bankaların geliştirilmesine ilişkin ilkelere karşın, 1980 sonrasında yeni ticaret bankalarının kuruluşuna izin verilmiştir.⁸⁸ Ticari bankacılık kesimindeki şube sayısı 1985 yılından 1989 yılına kadar artış göstererek 6258'den, 6579'a yükselmiş, daha sonra özellikle özel sektör bankalarının

⁸⁷ M. Coşkun Cangöz ve Gonca Demirci Erdener, "Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Bir İnceleme: 1985-91", Hazine ve Dış Ticaret Dergisi (Ankara: HDTM Yayınları, 1993), s.16-17.

⁸⁸ Akgüç, Ön. ver., s.68.

verimsiz şubeleri tasfiye etmeye yönelmelerine bağlı olarak, 1991 yılında 6460'a gerilemiştir. Bu aşamada yurtdışında açılan şubelerin artış göstermesi de düşüşü engellememiştir. Öte yandan 1985-91 döneminde kamu bankalarının şube sayısı sektördeki bu azalma eğilimine rağmen, 2813'den 3027'ye çıkmıştır. Özel bankaların şube sayıları, 1989'a kadar 3501'e yükselmiş daha sonra da 1985 yılındaki düzeyine inerek 3325'e düşmüştür. Yabancı ticari bankalar 1985 yılında 120 şube ile faaliyet gösterirken, yabancı sermayeli banka sayısındaki artışa rağmen, 1991 yılında 108 şube ile faaliyetlerini sürdürmüşlerdir.

Toplam şube sayısı da genel eğilime bağlı olarak 1989 yılına kadar artmış, daha sonra azalma eğilimine girmiştir. 1985 yılında 6268 olan toplam şube sayısı (yurtiçi ve yurtdışı), 1989 yılında 6593'e yükselmiş, 1991 yılında 6477'ye düşmüştür (Tablo10).⁸⁹

Tablo 10
1985-91 Yılları Arasında
Yurtiçinde ve Yurtdışında Faaliyet Gösteren Şube Sayısı

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Ticari Bankalar	6258	6337	6406	6516	6579	6543	6460
Kamu Bankaları	2813	2727	2898	2953	2972	2975	3027
Özel Bankalar	3325	3493	3404	3457	3501	3455	3325
Yabancı Bankalar	120	117	104	106	106	113	108
Klk. ve Yt. B.	10	11	11	12	14	17	17
Kamu Bankaları	4	5	5	5	5	7	7
Özel Bankalar	6	6	6	5	5	7	7
Yabancı Bankalar	-	-	-	2	4	3	3
Toplam	6268	6348	6417	6538	6593	6560	6477

Kaynak: "Türkiye Bankalar Birliği, Bankalarımız Yıllıkları", Cangöz, Demirci Erdener, s.18'den uyarlandı.

v. Türk bankacılığının batık ve/veya donuk krediler nedeniyle bunalım içine girmesi:

Firmaların özellikle 1980 yılından sonra işletme sermayesi gereksinimlerinin yükselmesi, kaynak maliyetlerinin artması, mali yapıları zaten bozuk olan çok sayıda firmayı, aldıkları kredileri geri ödeyemez durumuna düşürmüştür, bunun sonucu banka kredilerinin önemli bir bölümü batık ve/veya donuk kredi halini almış, banka kaynaklarının azımsanamayacak bir bölümü akıcılığını yitirmiştir.

Bankaların yeterli kar sağlayamamaları, bankaların kredi kararlarındaki hatalar, bazı holdinglerin denetiminde bulunan bankaların kaynakları ekonominin değil de holdinglerin çıkarları doğrultusunda kullanmaları, bankaların denetim ve gözetimden sorumlu olan organların etkin bir denetim yapamamaları da bankacılık alanındaki bunalımı derinleştirmiştir. 1983,84 yıllarında dört ulusal bankanın zorunlu olarak TC Ziraat Bankası'na devri, ayrıca iki bankanın bankacılık faaliyetinin durdurularak tasfiyelerine geçilmesi, yaşanan bunalımı somut bir şekilde ortaya koymaktadır.

Yasalarda değişiklik yapılarak kamu denetim organlarının bankalar üzerindeki yetkilerinin artırılmasına, bankaların yakın denetim altına alınmasına, bir tür şirket kurtarma yasasının (25.03.1997 gün 3332 S. Yasa) kabulüne karşın, donuk ve/veya batık kredi sorunu çözülememiştir.⁹⁰

B. Serbest Faiz Uygulamasının Yansımaları

Finansal Yapıda Derinleşme Üzerindeki Etkileri

Faiz serbestisinden zaman içinde geriye adım atılmış ya da TCMB'nin kısmi kontrolü sağlanmaya çalışılmış olsa da uygulanan finansal liberalizasyon politikaları, pozitif reel faize geçişte başarılı olmuştur. Tablo 11, 1980-94 dönemi için mevduat faiz oranlarındaki gelişmeleri vermektedir. Buna göre, 1980-88 dönemi genelinde pozitif reel faiz politikasının geçerli olduğu görülmektedir.⁹¹

Finansal yapıda derinlik tasarruf sahiplerinin tasarruflarını finansal olarak tutup, tutmamak istemelerine göre belirlenir. Finansal derinleşmenin bir çok göstergesi vardır; ancak hepsindeki ortak özellik ekonominin parasallaşması, daha doğrusu finansal kesimin toplam ekonomideki payının artmasıdır. Bu bağlamda, finansal varlıklar sermaye piyasası ve para piyasası varlıkları olarak alındığında; 1980-1993 döneminde türk ekonomisinde parasallaşmanın boyutunu görmek mümkün olacaktır. 1980'den sonra finansal varlıklar bir yandan GSMH'ya oranla önemli gelişmeler kaydederken, diğer yandan finansal varlıkların bileşiminde de önemli değişimler meydana gelmiştir.⁹²

Tablo 12'den, Türkiye'de 1980 sonrası uygulanan pozitif reel faiz politikasının, "finansal derinleşme" ile sınırlı olmak üzere amacına ulaştığı söylenebilir. Bu dönemde, finansal araçların/büyüküklerin GSMH içindeki payı hissedilir ölçüde artmıştır. 1980 yılında %17.48 olan mali araçların GSMH içindeki payı, kademelli olarak artarak, 1984-87 döneminde sırasıyla %25.53, %26.84, %33.23 ve %37.37'ye çıkmıştır. 1991 yılında %35.89 olan bu oran, 1992 itibariyle %40.55, 1993 yılında ise %46.79 olarak gerçekleşmiştir.

⁹¹ Yıldırım ve U. Oğuz Altun, Ön. ver., s.84.

⁹² Aydın Ayaydın, Para Arzı Enflasyon İlişkisi (Ankara: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yay., 1993), s.43.

Tablo 11
1980-94 Arası Türkiye'de Faiz Oranları

Yıl/Ay	NOMİNAL INTERBANK	FAİZ			T. Eşy. (TEFE) Fiy. (%) Değiş.
		3 Ay	6 Ay	1 Yıl	
1980			15.00	33.00	
1981		45.00	50.00		36.50
1982		45.00	50.00		27.00
1983			47.00	45.00	50.47
1984			52.00	45.00	50.23
1985		45.00	50.00	55.00	43.24
1986		36.00	41.00	48.00	32.85
1987	42.36	35.00	38.00	46.96	30.63
1988	46.77	66.10	70.80	83.90	70.50
1989	40.66	49.10	51.80	58.80	63.93
1990	51.91	50.65	50.70	59.35	52.31
1991	59.75	69.60	70.60	72.70	55.37
1992	67.00	69.05	69.49	74.24	62.05
1993	59.97	69.60	70.60	72.70	58.40
1994/7	79.43	90.89	114.25	128.59	128.08
	REEL	FAİZ			
1981		5.20	13.20		
1982		18.00	23.00		
1983			16.53	14.53	
1984			1.67	(5.33)	
1985		1.76	6.76	11.76	
1986		3.15	8.15	15.15	
1987	11.73	4.37	7.37	16.33	
1988	(23.73)	(4.40)	0.30	13.40	
1989	(23.27)	(14.83)	(12.13)	(5.13)	
1990	(0.41)	(1.66)	(1.61)	7.04	
1991	4.38	14.23	15.23	17.33	
1992	4.92	6.97	7.41	12.16	
1993	1.57	11.20	12.20	14.30	
1994/7	(48.65)	(37.19)	(13.83)	0.51	

Not: 1987 yılına kadar 1981 fiyatlarıyla TEFE; 1987 yılı sonrası dönemler için 1987 fiyatlarıyla TEFE kullanılmıştır.

Kaynak: "TCMB. SPK Aylık Bülteni", Yıldırım, Altun, s. 85'den uyarlandı.

Bankacılık sektörüne ait mali araçların GSMH içindeki büyüklüğü, küçük oynamalara rağmen 1987 yılına kadar artış trendi içinde olmuştur. Bu tarihte %28.91 olan sözkonusu rasyonun düşme eğilimine girdiği ve 1990 yılında %22.5 olarak gerçekleştiği görülmektedir (Tablo 12). 1989 yılında alınan liberalizasyon tedbirleri özellikle 1991 yılından sonra döviz tevdiat hesaplarında kaydadeğer artışların yaşanmasında etkili olmuştur. Bu durum, vadesiz ve vadeli mevduatın görece büyüklüğündeki düşümlere rağmen, bankacılık kesimi mali araçlarının GSMH içindeki toplam payını yükseltici rol oynamıştır. Söz konusu oran, 1993 yılında %25.19 olmuştur. Tablo 12'den 1980-93 döneminde bankacılık mali araçlarının derinliğindeki artışın, 1986 yılına kadar daha çok vadeli tasarruf mevduatından

kaynaklandığı. 1990'lı yıllarda ise döviz tevdiat hesaplarının ivme kazandırdığı görülmektedir. Nitekim Sak⁹³ 1994'te 1980 sonrası liberalizasyon sürecini değerlendirirken, bu eğilimi destekleyecek sonuçlara varmıştır.

Sermaye piyasasının 1980 öncesinde henüz teşkilatlanmamış olması nedeniyle, bu kapsamda yeralan mali araçların hemen hemen bütünüün kamu menkul kıymetleri olduğu ileri sürülebilir. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'nun düzenlenmesi ve 1982 yılında faaliyete geçen Sermaye Piyasası Kurulu'nun yasal ve kurumsal yapıyı tanımaya yönelik çalışmaları, özellikle 1986 sonrası dönemde yansımalarını bulmuştur. 32 sayılı kararlar menkul kıymet piyasalarının dışa açılması ve halka açılma yönünde getirilmiş olan teşvikler, hem arz hem de talep cephesinde yaşanan canlılığı daha da pekiştirici olmuştur. Sonuçta kamu menkul kıymetlerinin yanı sıra, özel sektör menkul kıymetlerinin de GSMH içindeki payının artmış olduğu görülmektedir. Özel sektör menkul kıymetleri arasında ağırlığın hisse senetlerinde olduğu, ancak 1992 yılında yapılan düzenlemeler sonrasında bankalar tarafından çıkarılmış olan varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarının da kaydadeğer bir büyüklüğe ulaştığı Tablo 12'den izlenebilecektir.⁹⁴

1980 döneminde ister M2/GSMH ve M2Y/GSMH gibi geleneksel, ister (Mali Varlık Stoku) MVS/GSMH gibi en uçta yeralan ölçütler kullanılsın, Türkiye'nin finansal yapısının derinleştiği açıktır.

Doğal olarak, finansal yapının derinleşmesi kendi başına bir başarı göstergesi sayılamaz; finansal serbestleşmenin başarısını tasarruf ve etkinlik kazanımlarında aramak gerekecektir. Yine de finansal derinleşme, Türkiye'nin 1980'lerdeki kapitalist gelişme modelinin tümleyicisi ve ayrılmaz parçası sayıldığından, bu bağlamda anlam ve önem taşıdığı açıktır.⁹⁵

⁹³ Ayr. bilgi için bkz: Sak G., "Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and an Evaluation of the Turkish Experience in the 1980's", Doktora Tezi, ODTÜ, Ankara, 1994.

⁹⁴ Yıldırım ve U. Oğuz Altun, Ön. ver., s.84-86.

⁹⁵ Önder ve Oktar Türel, Nazım Ekinci, Cem Somel, Ön. ver., s.132.

Tablo 12
Mali Piyasalarda Derinlik Göstergeleri GSMH'ya Oranları (%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
BANK. SEK.	13.26	18.19	21.43	20.84	21.07	21.65	27.52	28.91	26.33	24.92	22.45	25.83	26.56	25.19
- Vadesiz Mev.	9.02	8.54	8.66	9.74	6.54	6.05	7.54	8.35	5.71	5.71	5.23	4.90	4.73	3.26
- Vadeli Mevduat	3.47	8.59	11.89	9.87	13.41	14.23	13.29	11.22	12.05	12.24	10.53	11.65	10.73	7.95
- Resmi Mevduat	0.78	1.06	0.88	1.23	1.12	1.36	1.32	1.33	1.40	0.72	0.89	0.50	0.61	0.77
- Döviz Tevdiat							5.22	7.24	7.02	5.97	5.81	8.35	9.91	12.50
- Özel Finans K.							0.15			0.20	0.39	0.42	0.57	0.72
SERMAYE Pİ.	4.22	3.78	3.96	3.70	4.47	5.19	5.72	8.46	7.40	8.44	8.44	10.07	14.00	21.60
- KAMU SEK.	3.54	3.08	3.16	2.95	3.88	4.65	5.19	7.00	6.27	6.58	6.42	7.18	11.34	13.81
- Devlet Tahvil	2.63	1.99	1.74	2.55	2.34	2.87	2.90	3.14	3.64	4.62	4.26	3.97	6.82	9.94
- Hazine Bonosu	0.91	1.09	1.43	0.40	1.50	1.36	1.58	1.51	1.90	1.50	1.38	2.93	3.94	3.38
- Gelir Ort. Snt.				0.04	0.42	0.71	0.82	0.44	0.29	0.20	0.02	0.02	0.00	0.00
- Döv. End. Snt.								0.52	0.30	0.17	0.08	0.27	0.58	0.49
- ÖZEL SEKTÖR	0.68	0.70	0.80	0.75	0.59	0.54	0.52	1.46	0.83	1.86	3.20	2.89	2.66	7.79
- Hisse Senedi	0.16	0.17	0.33	0.33	0.30	0.27	0.27	0.83	0.34	1.32	2.19	2.53	1.58	5.72
- Tahvil	0.52	0.53	0.42	0.42	0.29	0.27	0.25	0.57	0.40	0.33	0.35	0.27	0.16	0.09
- Finansman Bon.								0.06	0.13	0.21	0.05	0.08	0.07	0.06
- VDMK													0.84	1.92
TOPLAM	17.48	21.97	25.39	24.54	25.53	26.84	33.23	33.37	33.44	33.36	32.06	35.89	40.55	46.79
M1	13.13	12.09	12.53	13.76	9.92	8.92	10.09	11.26	8.44	8.32	7.94	7.52	6.84	6.10
M2	16.45	20.36	23.87	23.30	22.80	22.64	23.38	23.04	20.29	20.03	18.10	7.52	17.79	14.04
M2Y	17.24	21.26	25.04	24.64	25.42	25.87	28.06	30.03	27.38	26.04	23.62	26.99	27.42	26.54
MVS	22.80	26.70	31.20	30.70	32.20	33.60	35.20	40.00	37.20	36.00	34.20	39.90	44.00	

Kaynak: TCMB Aylık ve Üç Aylık Bültenleri, SPK Aylık Bülten ve Yıllık Raporları, DPT Temel Ekonomik Göstergeler", Önder, Türel, Ekinci, Somel, s.132 ve Yıldırım, Altun, s.87-88'den uyarlandı.

Diğer taraftan, M1/GSMH oranında -birkaç yıl hariç- 1980-93 döneminde kademeli bir düşüş görülürken, vadeli mevduatın da hesaba katıldığı M2/GSMH oranının 1990 yılına kadar %20'lerin üzerinde seyretmesi, büyük ölçüde vadeli mevduata uygulanan pozitif reel faiz oranı ile ilişkilendirilebilir. Nitekim, pozitif reel faizin nisbeten daha yüksek olduğu dönemlerde (1982-83 ve 1986-87), M2 para arzının GSMH içindeki payı sırasıyla, %23.9, %23.3, %23.4 ve %23.0 olmuştur.⁹⁶ Ayrıca 1981'de M2/GSMH oranının 1980'e göre

⁹⁶ Yıldırım ve U. Oğuz Altun, Ön. ver., s.86.

yükselişi, 1978-80 bunalım yıllarında gözlenen finansal aktif tutmaktan kaçınma eğiliminin tersine döndüğüne ve bunalım öncesi aktif tutma alışkanlıklarının yeniden kazanıldığına işaretler. ⁹⁷ 1988 ve sonrasında reel faiz politikasının önemini kaybetmesi (Sak, 1994) 1988'deki %20.3 seviyesinden 1993'de %14.0'a kadar düşen M2/GSMH oranında etkisini göstermiştir.

Pozitif reel faiz uygulamasının tasarruf mevduatı üzerindeki olumlu etkisi, paranın dolaşım hızına ilişkin verilerden de izlenebilir. Keyder, 1992'de para tanımını dar anlamda $M1 = \text{dolaşımdaki para} + \text{vadesiz mevduat} + \text{TCMB'deki mevduat}$, olarak alındığında paranın dolaşım hızının 1980 sonrasında iki katına yakın bir artış gösterdiği belirtilmektedir. Anılan çalışmaya göre, 1966-79 döneminde 5 civarında seyreden M1- dolaşım hızı, 1980 sonrası dönem için önemli bir sıçrama kaydederek, ortalama 9.74 seviyesine yükselmiştir.

Ancak, $M2 = M1 + \text{vadeli mevduat}$ esas alındığında, 1966-79 dönemi için 4.07 olan dolaşım hızının, 1980 sonrasında hafif bir artış göstererek 4.30 olarak gerçekleştiği görülmektedir. M1 ve M2 para tanımları arasında "paranın dolaşım hızı" bazındaki bu farklılığın, Temmuz 1980 sonrası vadeli mevduat faizleri için getirilen serbesti ve pozitif reel faiz ile yakından ilişkili olduğu açıktır.

1988 sonrası, M1 ve M2'nin GSMH içindeki paylarında görülen düşmenin ya da paranın dolaşım hızındaki artışın nedenleri arasında, pozitif reel faizin önemini kaybetmesinin yanı sıra yeni mali araç ve tekniklerin kullanılması da bulunmaktadır. Zira sözkonusu araç-teknikler (özel sektör ve kamu menkul kıymetleri, döviz tevdiat hesapları, vadeli kontratlar, swap ve repo işlemleri gibi), M1 ve M2 para tanımları içinde yer almamaktadır.

Nitekim döviz tevdiat hesaplarının da dahil edildiği M2Y'nin GSMH içindeki payının M1 ve M2'den farklı olarak 1987 ve 90 yılları haricinde yüksek seviyelerde seyrettiği öne sürülebilir. 1990 yılından sonra söz konusu oranın %26.5 ve %27.4 arasında oynadığı görülmektedir.

⁹⁷ Önder ve Oktar Türel, Nazım Ekinci, Cem Somel, Ön. ver., s.133.

Tablo 13
Bankacılık Sektörünün GSMH İçindeki Büyüklüğü

Yıllar	Toplam Pasifler	GSMH	T. Pasifler/GSMH
1980	1.516	5.362	28.3
1981	2.767	8.040	34.4
1982	4.083	10.699	38.2
1983	5.849	14.111	41.4
1984	9.381	22.716	41.3
1985	14.706	35.975	40.9
1986	25.293	52.063	48.6
1987	41.356	76.713	53.9
1988	68.355	134.060	51.0
1989	109.051	235.305	46.3
1990	170.274	397.177	42.9
1991	306.671	634.431	48.3
1992	575.143	1.103.845	52.1
1993	1.061.922	1.908.705	55.6

Kaynak: " TBB Yıllık Raporları", Yıldırım, Altun, s.90'dan uyarlandı.

Diğer taraftan Tablo 13'ten bankacılık kesiminin finansal liberalizasyon sonrası dönemde, büyüme kaydettiği görülmektedir. Buna göre 1980 yılında %28.3 olan bankacılık kesimi toplam bilanço büyüklüğünün GSMH içindeki payı, 1990 yılında Körfez Krizi başta olmak üzere bazı olumsuz gelişmelere rağmen artış trendinde olmuştur. Söz konusu olgu, bankacılık sisteminin ekonomide kontrolü altında tuttuğu fonların ulaştığı büyüklük açısından önemli bir göstergedir. Bankacılık sektörünün GSMH içindeki payı, 1993 yılında rekor seviyeye (%55.6) ulaşmıştır.⁹⁸

Tüketim-Tasarruf ve Yatırımlar Üzerindeki Etkileri

GSMH rakamları içerisinde tüketim harcamalarının nasıl bir gelişme gösterdiğini görmek için Tablo 14'den faydalanabiliriz.

Tablo 14'den izlenebileceği gibi sabit fiyatlarla özel tüketim harcamaları 1980-1990 döneminde %99 oranında bir gelişme göstermiştir. Bir ülkenin tüketim harcamalarında görülen gelişme ve değişimler o ülke fertlerinin hayat standartlarında meydana gelen iyileştirilmelerin ölçülmesinde kullanılan çok önemli bir göstergedir. Öte yandan, ülke katma değerinin tüketime giden oranı arttıkça tasarrufların ve dolayısı ile ekonominin büyümesine ayrılan kaynakların daralmasına yol açacaktır. Ülkemizde 1980-90 dönemi tüketim harcamalarındaki değişimleri bu çerçevede değerlendirdiğimizde ise şöyle bir sonuca ulaşmaktayız:

Tablo 14
GSMH İçerisinde Özel Tüketim Harcamalarının Payları (1980-90 Milyar TL)

	1980	191	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
GSMH a)	4109	6623	8643	11485	18316	27715	39177	58390	100154	170633	286386
b)	194	233	239	248	270	288	319	342	364	376	422
Sb. Fiy. Değ.(%)	-	20.2	2.3	3.7	8.9	6.7	10.8	7.0	6.6	3.2	12.2
Öz. T. H. a)	2916	4497	5797	8418	13566	20226	26992	30062	65164	111052	185955
b)	137	158	160	181	200	210	220	228	237	245	274
GSMH içinde											
Öz. T. Har. Payı	71	68	67	73	74	73	69	67	65	65	65
Sabit F. (%)											
Bir Önceki Yıla	-	1.2	13.3	10	5.2	5.2	4.6	3.9	3.7	3.2	11.9
Göre Deği. (%)											
Özel T. Har. G.	100	115	116	132	145	153	160	166	172	178	199
(1980=100)											

a: Cari Fiyatlar b: 1968 Sabit Fiyatları ile (İTO 1986= 100 TEF)

Kaynak: " DPT Yıllık Programları", Akdiş, s.159'dan uyarlandı.

Sabit fiyatlarla tüketim harcamaları 1980 yılına göre artmış, bir önceki yıl değerlendirmeleri dikkate alındığında ise yine %1 ile (1981), %99 (1990) arasında muhtelif değerlerde gelişmeler göstermiştir. GSMH içerisinde tüketim harcamalarının payı 1984 ile 1985 yıllarında en yüksek değerlere ulaşmıştır. Tablo 14'den görüldüğü gibi GSMH artışlarının büyük bir kısmı tüketim harcamalarına gitmektedir. Yani Türk insanı 1980-90 döneminde gelirden meydana gelen artışın azını tasarruf etmiş, çoğunu ise harcamış bulunmaktadır. Reel gelirdeki artıştan daha fazla oranda tüketim harcamalarının arttığı 1982 ile 1983 yılları hariç tutulsa bile, yıllar itibariyle harcamalardaki artış oranının gelirdeki artış oranını takip ettiği görülmektedir. Tablo 14'e bakarak, tüketim harcamaları ile gelir seviyesi arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ve incelenen yıllarda gelirdeki artışların büyük bir kısmının tüketime gittiği söylenebilmektedir.⁹⁹

Tüketim harcamaları içerisinde faiz gelirlerinin önemli bir paya sahip olduğu savunulmaktadır. Faizi bir gelir unsuru olarak gören ve onu vade bitiminde gelire katan kişiler piyasada ek bir harcama artışına neden olmaktadır. Harcamanın gelirle orantılı olduğu ve Keynezyen anlayış içerisinde, gelir arttıkça harcamanın arttığı ama bu artışın gelirdeki artıştan daha düşük oranda olduğu bilinmektedir. Yani, gelir düzeyi yükseldikçe marjinal tüketim meylili düşmekte, düşük gelir gruplarının ise tüketim meylleri yüksek gerçekleşmektedir.¹⁰⁰ Devlet İstatistik Enstitüsü'nün 1994 yılında Milli Gelir'in bölüşümü ile ilgili olarak yayınlamış olduğu bilgilere göre;

- 1994 yılında Türkiye'nin Milli Gelir'i (yıl içinde üretilen mal ve hizmetlerin parasal değeri ABD doları olarak) 130.8 milyar dolardır.

- Bu rakam (1994 yılında Türkiye ortalama nüfusu olan) 60.5 milyon kişi arasında tam eşitlikte bölüşürülse, kişi başına 2.161 dolar gelir düşmektedir.

⁹⁹ Muhammet Akdiş, Faiz Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri ve Türkiye (Ankara: Yimder Yay, 1995), s.158-160.

¹⁰⁰ Aynı, s.169.

- Kişi başına gelir Türkiye'de 2.161 dolar iken, Yunanistan ve Portekiz'de 9.000 dolar, İspanya'da 12.000 dolar, İngiltere'de 17.000 dolar, Fransa'da 22.000 dolar, Almanya'da 27.000 dolardır.

Devlet İstatistik Enstitüsü, 60.5 milyon Türk insanını en fakirinden en zenginine olmak üzere 12 milyon 100 biner kişilik 5 gruba ayırmıştır. Aşağıdaki tabloyu incelediğimizde, en fakir grubun 1994 yılının toplam 130.8 milyar dolarlık gelirinden 6.4 milyar dolarını paylaştığını görüyoruz. En fakir 12 milyon 100 bin kişinin bu rakamı eşit olarak paylaştığını düşündüğümüzde kişi başına gelir 530 dolar demektir. Bu rakam Türkiye ortalamasının dörtte biri kadardır. Aynı hesap en zengin 12 milyon 100 bin kişilik grup için yapılınc bu grubun Milli Gelir'den 71.8 milyar dolar pay aldığı ve bu geliri aralarında eşit olarak paylaştıklarında kişi başına 5.930 dolar düşmektedir. Demek ki en zengin grup nüfus grubundakiler de Türkiye ortalamasının 2.7 katı gelire sahiptirler. En fakir ile en zengin nüfus gruplarının gelirleri arasındaki fark 11.2 kat ama en zengin dediğimiz 11 milyon 100 bin kişinin ortalama geliri sadece 5.930 dolardır. Bizim en zenginlerimizin ortalama geliri, Yunanistan'ın, Portekiz'in kişi başı ortalama gelirinin yarısı olmaktadır.¹⁰¹

Tablo 15
1994 Yılı Gelir Dağılımı

	Toplam Gelirden Aldığı Pay		Her Grupta KB Ortalama Gelir
	%	(Milyon \$)	(Dolar)
1. En fakir %20 nüfus (12.100.000 kişi)	4.9	6.420	530
2. Fakir %20 nüfus (12.100.000 kişi)	8.6	11.250	930
3. Orta Direk %20 nüfus (12.100.000 kişi)	12.6	16.490	1.360
4. Zengin %20 nüfus (12.100.000 kişi)	19.0	24.870	2.050
5. Zengin %20 nüfus (12.100.000 kişi)	54.9	71.860	5.930
Toplam %100 nüfus 60.5 milyon kişi	100.0	130.890	2.161

¹⁰¹ GÜNGÖR URAS, "Fakirimiz de fakir, zenginimiz de fakir", Yeni Yüzyıl, 04 11 1996, s.5.

Faiz gelirlerinin harcama artışına neden olmasında bu konunun da önemi bulunmaktadır.

Ülkemizde tasarruflar büyük oranda küçük gelir gruplarının tasarruflarından oluşmaktadır. Bu da tasarruf yapanların çoğunluğunun küçük tasarruf sahipleri olduğunu ortaya koymaktadır. Faiz gelirlerini elde edenlerin büyük bir bölümünün düşük gelir gruplarından meydana gelmesi nedeniyle, faiz oranlarının yüksekliği, tüketim eğilimi yüksek bu kitlelerin ellerine daha fazla satınalma gücü geçmesine neden olmaktadır. Para yanılığsı, parasal faiz gelirlerinin gerçek gelir artışı şeklinde algılanarak tüketime yönelmesini sağlamakta, bu da yüksek faiz politikalarının beklenen talep azaltıcı etkisini zayıflatmakta, hatta tersine döndürmektedir.¹⁰²

Tablo 16
Tüketici Kredilerinin Toplam Krediler İçindeki Payı (Yıl Sonları İtibariyle)

	Gayrimenkul Kredisinin Payı (%)	Tüketici Kredilerinin Toplam Payı (%) (Gayrim. K. Dahil)
1990	6.3	10.1
1991	6.6	9.7
1992	6.6	11.5
1993	7.3	15.8

Kaynak: Yıldırım, Altun, s.97'den uyarlandı.

Tablo 16 ise 1990-93 dönemi için tüketici kredilerinin toplam krediler içindeki payını vermektedir. Tablodan da görüldüğü gibi, 1980 sonrası dönemde oldukça yeni bir uygulama olan tüketici kredileri 4 yıl gibi kısa bir zaman dilimi içinde önemli bir plasman biçimi haline gelmiştir. Özellikle 1993 yılında bu durum daha da belirginleşmiş, 1992'de %11.5 olan tüketici kredilerinin payı, 1993 yılında %15.8 olmuştur.¹⁰³ 1995 yılı sonu itibariyle tüketici kredisi veren banka sayısı 19'dur. Tüketici kredisi kullananların sayısı 1994 yılına göre %34 artarak 4.635.439'a, toplam tüketici kredisi hacmi ise %68 artarak 127.5 trilyon TL'ye yükselmiş bulunmaktadır. Kişi başına düşen ortalama tüketici kredisi

¹⁰² Akdiş, Ön. ver., s.170.

¹⁰³ Yıldırım ve U. Oğuz Altun, Ön. ver., s.97.

miktarı 28 milyon TL'dir. Kanuni takipteki toplam kredi tutarı ise yaklaşık 355 milyar TL'dir.¹⁰⁴ 6 yıl gibi kısa bir süre içinde tüketici kredilerinin toplam krediler içinde ki payında görülen bu artış ortalama gelir seviyesi düşük olan az gelişmiş ülkelerdeki tüketim boyutunu vermesi açısından oldukça önemlidir. Ayrıca verilen kredilerin yaklaşık dörtte birinin kanuni takipte olması insanların ödeme gücünü aşan oranlarda borçlanarak tüketime yöneldiklerini göstermektedir.

Tablo 17
Yurtiçi Tasarrufların GSMH İçindeki Payı

Yıllar	Yurtiçi Tasarruf (Milyar TL)	Yurtiçi Tas./GSMH (%)
1980	704.0	13.1
1981	1.178.0	14.7
1982	1.587.0	14.8
1983	1.901.4	13.5
1984	3.035.5	13.4
1985	5.270.7	14.7
1986	8.631.8	16.6
1987	13.128.5	17.1
1988	26.499.0	19.8
1989	39.878.0	16.9
1990	67.484.0	17.0
1991	102.238.0	16.1
1992	168.445.0	15.3
1993	256.394.0	13.4

Kaynak: "DPT İstatistikleri", Yıldırım, Altun, s.90'dan uyarlandı.

Tablo 17, 1980 sonrası dönemde yurtiçi tasarrufların GSMH içindeki payını vermektedir. Buna göre vadeli mevduattaki duruma benzer bir şekilde, toplam yurtiçi tasarrufların GSMH içindeki büyüklüğü 1980-88 döneminde artma, sonraki dönemde düşme eğilimindedir. Ancak Sak 1994'te yapılan ekonometrik sınamalar sonucunda söz konusu gelişmelerin, istatistiksel öneme sahip olmadığı sonucuna varmıştır. Ayrıca Uygur 1993 yılında

1965-90 dönemini kapsayacak şekilde Türkiye'de özel tasarrufların harcanabilir gelire oranındaki gelişmeleri ekonometrik bir modelle incelemiştir. Çalışma sonuçları, FRA yaklaşımı tarafından öne sürülen reel faiz oranıyla tasarruf eğilimi arasındaki pozitif ilişkinin varlığını istatistiksel olarak desteklememektedir.

Akyüz-Kotte 1991 yılında yaptıkları çalışmada, finansal piyasalardaki derinleşmeye rağmen tasarruf eğiliminin olumsuz yönde etkilendiğini, bunda ekonomide tasarruf eden birimlerden (firmalar), harcayan birimlere (hanehalkı) bir fon transferi olduğunu iddia etmektedir. Bu ise üretim ekonomisinden, rant ekonomisine bir kayış olarak da yorumlanabilir. Nitekim Uygur 1993 yılındaki ekonometrik testlerde, 1980 sonrası liberalizasyon politikalarının nihai hedefi olan "özel kesim tasarruflarının üretken sektörlere aktarılması" sürecinin gerçekleşmediği yönünde sonuçlara varmıştır. Özellikle imalat sanayinin toplam sektör yatırımlarının içindeki payının, 1980'lerin ikinci yarısında düşme kaydetmiş olması, çarpıcı bir gelişmedir.¹⁰⁵

Ülkemizdeki toplam tasarruf miktarının kamu ve özel kesim arasındaki gelişme seyri ise şöyledir; 1980-1993 aralığında kamu kesiminin tüketim ve tasarruf eğilimlerine bakıldığında, harcamacı politikaların takip edilmiş olduğu görülmektedir. Kamu tüketimi 1988'e kadar GSMH'nin %9'u civarında iken, 1989'dan itibaren yükseliş trendine girmiş ve 1993'te GSMH'nin %19'u civarında gerçekleşmiştir. Buna karşılık kamu tasarrufları da yine 1988'e kadar GSMH'nin %8-9'u oranında seyretmiş, 1989'dan itibaren düşüş trendine girerek 1993'de -%4.7 olarak gerçekleşmiştir. 1980-1993 aralığında her yıl için açık veren kamu tasarruf-yatırım dengesi 1989'dan itibaren verdiği açıkta yükseliş trendine girerek 1993'de GSMH'nin -%14.1'i olarak gerçekleşmiştir.

Özel sektörün tüketim ve tasarruf eğilimlerine bakıldığında 1980-1993 aralığında 1985'e kadar ufak çaplı açıklar vermesine rağmen, 1986'dan itibaren yüksek oranlı tasarruf fazlaları vermeye başladığını görüyoruz. Ancak bu tasarruf fazlalarının büyük bir kısmı

105

Yıldırım ve U. Oğuz Altun, Ön. ver., s.89.

kamu kesimine borç olarak verilip rant geliri elde edilmektedir. Kamu da bu kaynaklarla yatırım yapmamakta kaynaklarını tüketime sevketmektedir.¹⁰⁶

Tablo 18
Özel Tasarrufların GSMH'ye Oranları (Cari Fiyatlarla %)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Öz. Tas./GSMH	19	11.8		11.2	11.1	11.4	14.5	19	21	21	21

Kaynak: "DPT ve MB Yıllık Programları", Akdiş, s.189'dan uyarlandı.

Ne var ki özel tasarruflarda görülen bu artışa rağmen, yapılan çeşitli çalışmalarda tasarruf miktarı ile faiz oranı arasında net ve bire bir ilişki tespit edilememiştir. 1986 ve 1987 yıllarında görülen tasarruf artışlarının , bu yıllarda ki reel gelir artışlarının %7 ve %8 gibi geçmiş yıllara göre yüksek gerçekleşmesi nedeniyle Türkiye'de tasarrufların faizin değil, gelirin fonksiyonu olduğu yönündeki düşünceleri gündeme getirmiştir.¹⁰⁷

Sonuç olarak faiz oranlarının mevduatı arttırarak talebi azaltma gibi bir fonksiyonu bulunmamaktadır. Tasarruf sahipleri, banka faizlerini baz alarak tercihlerini tüketim veya tasarruf yönünde yapmamaktadırlar. Aksine, faizlerden elde edecekleri gelirlere göre borçlanarak veya harcama yaparak talebi canlı tutmaktadırlar. Tasarrufların büyük bir kısmı ertelenmiş tüketimdir. Ve bu tüketim talebi, faiz oranlarının yüksekliğine bağlı olarak eskisinden daha büyük olarak piyasaya yansıyacaktır. Özellikle ülkemizde, vadeli satışların da yoğunluk kazandığı gözönünde tutulursa, tüketim talebini arttıran unsurlar arasında beklenen faiz gelirlerinin önemli bir yer tuttuğu görülecektir. Yani tüketim talebini kısarak enflasyonu frenlemeyi amaçlayan yüksek faiz oranı politikası tersine bir etki göstermiş bulunmaktadır.

Yüksek faiz uygulaması, firmaların öz-sermaye ve borç oranlarının sermaye lehine değiştirilmesi kararına yönelmelerine neden olmaktadır. Belki de en önemli katkısı bazı sanayi firmalarının sadece öz-kaynak kullanarak yatırım yapabilecek bir potansiyele

¹⁰⁶ Metin Toprak, Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler (Ankara: Turhan K., 1996), s.17-18.

¹⁰⁷ Akdiş, Ön. ver., s.188.

kavuşmalarıdır. Böylece borçlanmayı asgari düzeylere indirerek ekonomik anlamdaki tüm üretim kapasitesinin harekete geçirilmesi yüksek faiz uygulamasının sonucu olmakta ve enflasyonun aşağıya çekilmesinin üzerinde olumlu etkileri bulunmaktadır. Yani, üretim kapasitesinin tam kullanımına yönelmesi, birim ortalama maliyetleri düşürerek fiyatların daha düşük düzeyde belirlenmesine imkan vermekte, atıl kaynakların üretime koşulmasını sağlayarak da toplam arzda artışlar meydana getirebilmektedir.

Yüksek faizin atıl kapasiteyi harekete geçirmesi ve enflasyonu azaltıcı etki göstermesi arzın esnekliğine bağlıdır. İşletmeler kapasite kullanımını sınırına yaklaşmışlarsa veya tam kapasite sınırına ulaştıktan sonra yüksek faiz uygulanmış ise büyüme ve yatırımlar olumsuz etkilenerek tam tersi bir duruma da neden olunabilecektir. Ayrıca, monopol ve tekeli rekabet piyasalarında da yüksek faizle tam kapasiteyi sağlamak mümkün olmayacak; üretici düşük kapasite ile de olağanüstü karlar sağlayabileceğinden, tam kapasiteye ulaşmak için herhangi bir külfete katlanmayacaktır.

Kısaca, ekonominin eksik kapasite ile çalıştığı ve piyasanın tekeli eğilimler içinde bulunmadığı durumlarda yüksek faizin kapasite kullanımını arttırdığını ve enflasyon üzerinde azaltıcı etkileri olabildiğini söylememiz mümkün olmaktadır.

Tablo 19'da görüldüğü gibi Türkiye'de 1980-1990 döneminde toplam özel yatırımlar reel olarak 1981 yılı hariç tutulursa gelişme göstermiştir. Ancak Tablo 20'de yer alan Türkiye'deki özel yatırımların sektörler ve yıllar itibarıyla dağılımı incelendiğinde enerji, ulaştırma ve konut sektörlerinin 1980-90 döneminde en büyük artışları gerçekleştirdikleri görülecektir. Toplam özel yatırımların reel gelişme göstermelerini sağlayan da bu sektörlerin toplam içindeki paylarının yüksekliğidir. Bilindiği gibi 1980 sonrasında 24 Ocak kararlarının ruhuna da uygun olarak Enerji ve Ulaştırma-Haberleşme konularında devletin büyük yatırımları olmuş, bu alandaki teşviklerden yararlanarak özel sektör de oto yollarının yapımı ve enerji sektörüne girmiştir. Konut sektöründe ise, Toplu Konut İdaresi'nin öncülüğü ve desteği ile 1985-87 yılları arasında parlak bir dönem yaşanmıştır. Bu

nedenle reel özel yatırımlarda görülen artışların faizden bağımsız ve devlet öncülüğünde olduğu açıkça anlaşılmaktadır.

Tablo 19
Türkiye'de Toplam Özel Yatırımlardaki Değişmeler

Cari Fiyatlarla	Toplam Yatırım	Değişme	1968 Fiy. Top. Y.	Değişme
Yıllar	Milyar TL	%	Milyar TL	%
1980	439	-	21	-
1981	544	23	19	-10
1982	730	34	20	50
1983	1131	54	24	20
1984	1771	56	26	8
1985	2615	47	27	4
1986	4347	66	35	30
1987	7062	62	41	17
1988	13056	84	47	15
1989	21599	65	48	2
1990	34718	61	51	6

Kaynak: Akdiş, s.124'den uyarlandı.

1973 yılı fiyatları ile imalat sanayi yatırımlarının da gelişme değil düşüş kaydettiği görülmektedir. 1973 yılında 301.9 milyar TL olan özel sektör imalat sanayi yatırımlarının, 1973 yılı sabit fiyatları ile 1981 yılında 236.9 milyar TL'ye kadar düştüğü, 1988 yılında ise 301.8 milyar TL ile 1973 yılı rakamlarına bile ulaşamadığı görülmektedir. Nüfus artışının ortalama %2.5 civarında gerçekleştiği bir ülkede, ekonominin ana sektörünün gösterdiği gelişme yetersiz kalmaktadır. Ayrıca 1980 yılında %50 olan kapasite kullanım oranının 1990 yılında %75.8 gibi yüksek düzeylerde seyretmesi yeni yatırım yapmanın güçlüğünden kaynaklanan bir gelişme olarak yorumlanabilir. 1980 istikrar tedbirlerinin uygulanmaya başlamasından önce döviz ve enerji darboğazı ve işçi-işveren ilişkilerindeki rahatsızlıklar nedeniyle azalmış bulunan kapasite kullanım oranları, faizlerin yükseldiği ve yatırım temayülünün azaldığı 1980 sonrasında yeni yatırım yapılmaması nedeniyle artmaya

başlamıştır diyebiliriz. Bu nedenle 1980'den bu yana, iktisadi büyüme olgusu önemli ölçüde kapasite kullanım oranlarındaki artışlarla sağlanmaya çalışılmıştır.¹⁰⁸

Tablo 20
Türkiye'de Özel Sabit Sermaye Yatırımlarının Yıllar ve Sektörler İtibariyle Dağılımı (Cari Fiyatlarla Milyar TL)

Yıllar	Tarım	Maden.	İmalat	Enerji	Ulaştır.	Turizm	Eğitim	Sağlık	D. Hiz.
1980	31.046	2.020	93.425	1.425	45.752	2.335	725	8.120	14.390
1981	53.000	3.500	137.600	3.350	76.700	3.750	1.100	1.200	21.800
1982	92.132	4.750	183.100	4.650	119.126	5.500	1.470	1.580	33.800
1983	126.845	6.375	237.900	6.350	169.000	7.475	1.935	2.065	44.600
1984	178.700	9.600	372.800	10.600	270.700	15.700	3.000	3.300	68.700
1985	209.830	33.258	766.513	13.570	415.310	50.958	8.700	11.400	104.030
1986	257.233	51.368	1271406	47.993	560.051	114.982	16.400	23.365	157.923
1987	436.462	99.203	1721714	63.150	812.660	244.279	29.849	40.413	241.630
1988	680.891	179.200	2979.100	178.700	1363.700	607.700	54.706	55.928	447.400
1989	822.700	285.800	4381.400	359.500	2321.900	1356.400	113.000	132.800	767.000
1990	1503.100	441.100	7788.200	580.700	4285.000	2216.800	422.500	262.400	1238.400

Kaynak: "Erdoğan Öztün, İSO Dergisi, S:283, s.45", Akdiş, s.126'dan uyarlandı

Özetle: sabit sermaye yatırımları 1980 sonrası dönemde önceki dönemlere oranla belirgin bir yavaşlama eğilimine girmiştir. Bu dönemde gerçekleştirilen kamu yatırımları enerji, ulaştırma, haberleşme vb. fiziki altyapı ve sosyal altyapı yatırımlarında yoğunlaşırken özel kesim yatırımları, sağlanan önemli boyuttaki teşvik ve finansman imkanları sonucu daha ziyade konut ve turizm gibi yatırım alanlarına yönelmiştir. 1980 sonrası gelişmelerden en olumsuz etkilenen sektör imalat sanayii olmuştur. Ekonominin üretken kapasitesinin genişlemesinde birincil ve dolaysız bir öneme sahip olan imalat sanayii yatırımlarının gerek özel ve gerekse kamu kesimi yatırımları içindeki payı önemli ölçüde gerilemiştir. Bu dönemde gerçekleştirilen yatırımlar daha ziyade marjinal sermaye/hasıla oranı yüksek ve üretime dolaysız katkı sağlamayan yatırımlardır. Bu durum gerçekte, enflasyonla mücadelede

arz faktörlerini (diğer bir ifade ile toplam arz artışını) hemen tümüyle göz ardı eden 1980 sonrası iktisat politikalarının doğal bir sonucu olsa gerekir.

Toplam sabit sermaye yatırımları içinde kamu yatırımlarındaki yavaşlama genelde, uygulanan "istikrar politikaları" ve kamu finansman ihtiyacının azaltılması gereğinden kaynaklanmıştır. Kamu imalat sanayi yatırımlarındaki gerileme ise, kamu kesiminin imalat sanayiinden çekilme ve altyapı yatırımlarına yönelme tercihinden kaynaklanmaktadır.

Türkiye'de özel kesim yatırım talebini belirlemeye yönelik çeşitli çalışmalar mevcuttur. F. Yağcı 1962-1979 dönemi yıllık zaman serileri kullanarak hesapladığı özel kesim yatırım talebi fonksiyonunda, Türkiye'de özel yatırım harcamalarının esas itibariyle cari yıldaki talep (talep beklentileri), yatırım malları ithalatı (yatırım girdilerinin bulunabilirliği), kredi bulunabilirliği (finansman imkanları) ve politik istikrar gibi faktörlerce belirlendiği sonucuna varmaktadır. Söz konusu çalışmada faiz oranı özel yatırım talebini belirleyen faktörler arasında yer almamaktadır.

E. Uygur tarafından Türk imalat sanayiinde fiyat, üretim ve yatırım kararlarını açıklamaya yönelik olarak yapılan bir başka çalışmada, reel faiz oranlarının özel imalat sanayii yatırım talebini belirlemede önemli bir etken olmadığına işaret edilmektedir. 1979-1984 dönemini kapsayan çalışmada üçer aylık veriler kullanılmakta ve "beklenen talep fazlası" ve "beklenen enflasyon oranı" serileri imalat sanayi anketlerinden türetilmektedir. Elde edilen sonuçlara göre: imalat sanayiinde beklenen talep fazlası, ithal yatırım mallarının bulunabilirliği, (geniş tanımlı) reel para arzı, özel kesim (reel) kredilerindeki değişme, imalat sanayii dışındaki reel kamu yatırımları ve kamu politikalarındaki himayeci eğilimler özel imalat sanayii yatırımlarını olumlu yönde etkileyen faktörlerdir. İmalat sanayii dışındaki özel yatırımların toplam özel yatırımlar içindeki artan payı ve kamu kesimi toptan eşya fiyatlarındaki artış ise özel imalat sanayii yatırımlarını olumsuz yönde etkileyen faktörler arasındadır.

Bu sonuçlardan hareketle, 1980 sonrası özel imalat sanayii talebindeki yavaşlamanın belli başlı nedenlerini aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür:

Olumsuz talep beklentileri: 1980 sonrası talep daraltıcı politikalar ve artan ithal serbestisi (azalan himayecilik) dış rekabet gücü oldukça zayıf imalat sanayii kesimimizde olumsuz talep beklentileri yaratmış, imalat sanayii kesimi, düşük talep projeksiyonlarına paralel olarak, yeni yatırımlar yoluyla ilave kapasite yaratmak yerine mevcut kapasiteyi daha yüksek oranda (daha etkin) kullanma yolunu tercih etmiştir. Bu dönemde imalat sanayii yatırımlarındaki duraklamaya rağmen önemli üretim artışlarının kaydedilmesi mevcut sermaye stokunun üretkenliğindeki artışa işaret etmektedir.

Üretim yerine ticaretin teşviki: 1980 sonrası politikalar üretimden ziyade ticaretin (dahili ticaret, ithalat-ihracat) teşvik edildiği bir ortam yaratmış, ticari faaliyetler yatırım gerektiren üretim faaliyetlerine oranla daha karlı hale gelmiştir.

Kamu fiyatlama politikaları: 1980 öncesi dönemde düşük girdi fiyatları yoluyla özel kesime sübvansiyon sağlayan kamu kesimi 1980 sonrası dönemde düşük fiyat politikalarından vazgeçmiş, bu ise imalat sanayiinde karlılığı olumsuz yönde etkilemiştir. Bu durum Türkiye'de özel kesimin kamu desteğine olan bağımlılığına (ihtiyacına) işaret etmektedir.

Finansman yetersizliği: (Özellikle özel sektöre yönelik) daraltıcı para-kredi politikaları, yavaşlayan satışlar ve enflasyonun aşağı çekilememesi şirketler kesiminde önemli likidite sıkıntıları yaratmış, bunun sonucu bankaların reel mevduat artışları yatırımlardan ziyade firmaların artan işletme kredisi ihtiyaçlarını karşılamaya yönelmiştir. Şirketlerin reel karlarında önemli artışlar sağlayamamaları (hatta bazı durumlarda reel karlardaki gerileme) otofinansman yoluyla yatırım imkanlarını azaltmıştır. Özellikle V. plan döneminde yatırımların finansmanında dış tasarruflardan yararlanılmaması da yatırılabılır fon arzını sınırlandıran bir diğer etken olmuştur.

Ekonomik istikrarsızlık: 1980 öncesi dönemde yatırım talebini olumsuz yönde etkileyen "politik istikrarsızlık" faktörü, 1980 sonrası dönemde yerini "ekonomik istikrarsızlık" faktörüne bırakmıştır. 1980 sonrası dönemde, kamu otoritelerinin ekonomiye müdahaleleri adeta günlük müdahalelere dönüşmüş, bunun sonucu oluşan ciddi boyuttaki

ekonomik istikrarsızlık ve belirsizlik, iş çevrelerine makul bir planlama ufku imkanı tanımamıştır. Nitekim; Türkiye'nin önde gelen sanayii ve ticaret gruplarını bünyesinde bulunduran TÜSİAD 1989 yılında üyeleri arasında yaptığı bir ankette, Türkiye'de son yıllarda sabit sermaye yatırımlarını olumsuz yönde etkileyen birincil faktörün "ekonomik istikrarsızlık" olduğu sonucuna varmaktadır.

Özetle; 1980 sonrası özel yatırımlardaki yavaşlamanın en temel nedenleri ekonomik istikrarsızlık ve olumsuz talep beklentileri olmuştur. Faiz oranlarındaki yükselmenin yatırım talebi üzerindeki etkisinin mutlaka olumsuz olması gerekmez; sermayenin marjinal verimliliği faiz maliyetlerinin üzerinde olduğu sürece yatırım talebi devam edecektir. 1980 sonrası dönemde faiz oranlarındaki yükselmenin yatırım talebi üzerinde caydırıcı bir etki yapmış olması kabul edilse bile, yatırımları esas etkileyen faktör sermayenin "beklenen" karlılığının 1980 öncesi döneme oranla azalmış olmasıdır. Yüksek faiz oranlarının temel katkısı, mevcut sermaye stokunun daha rasyonel kullanılması yönünde olmuştur.¹⁰⁹

C. Reel Sektöre Kaynak Aktarım Sürecinde Bankacılık Sektörünün Rolü

Bir bankanın (dolayısıyla bankacılık sektörünün) aktarabileceği fon miktarı banka aktiflerinin seviyesi ile kredilerin banka portföyü içindeki ağırlığının ortak ürünü olarak düşünülebilir. Bu noktadan hareketle, Türk bankacılık sektörünün reel kesime aktarabileceği kaynak miktarına bakmadan önce, bilançonun toplam (aktif=pasif) büyüklüğündeki gelişmelere bakmanın yararlı olacağına inanılmaktadır. Liberalizasyon politikaları sonucu, Türk finans piyasalarının egemen unsuru olan bankaların toplam bilanço büyüklüğü içindeki payı artmıştır. Söz konusu oran, 1980 yılındaki %28.3 seviyesinden, 1986 yılında %48.6'ya yükselmiştir. Bankacılık kesiminin aktif büyüklüğünün GSMH içindeki payı, 1987 yılında %53.9 gibi oldukça yüksek bir düzeyde gerçekleşmiştir. 1993 yılı sonu itibariyle, bu büyüklük %55,6 ile rekor bir seviyeye ulaşmıştır.

¹⁰⁹

Adnan Büyükdenez, Türkiye'de Faiz Politikaları (İstanbul: Bilim ve Sanat Vakfı, 1991), s.113-116.

Ancak genel olarak mali kesimde özelde de bankacılık kesiminde artan fon girişinin, reel sektöre kaynak aktarım sürecine yeterince yansımadağı düşünölmektedir. Bankacılık sektörünün kullandırdağı kredi tutarındaki gelişmeler, bu argümanı destekler niteliktedir.

Tablo 21, bankacılık kesimi kredi hacminde 1980-93 döneminde yaşanan gelişmeleri vermektedir. Burada önemli olan, kredi hacmindeki "mutlak" gelişmelerden çok, bunların toplam aktifleri içinde nasıl bir seyir izlediğı ve mevduattaki gelişmelerle karşılaştırmalı olarak görelü büyüklüğüdür. Bu kapsamda bakıldığında, ortaya çarpıcı sonuçlar çıkmaktadır.

Tablo 21
Bankacılık Sektörü Kredi Büyüklükleri

Yıllar	T. Krediler (Milyon TL)	Bir Ön. Yıla G. Art. (%)	Krd.. Pasif T. İç. Pa. (%)
1980	762.431	-	50.3
1981	1.420.114	86.3	51.3
1982	1.914.436	34.8	46.9
1983	2.611.135	36.4	44.6
1984	3.371.115	29.1	35.9
1985	5.914.179	75.4	40.2
1986	11.517.176	94.7	45.5
1987	18.709.604	62.4	45.2
1988	27.750.710	48.3	40.6
1989	46.046.636	65.9	42.2
1990	80.034.177	73.8	47.0
1991	129.973.799	62.4	42.4
1992	231.532.098	78.4	40.3
1993	433.706.851	87.3	40.8

Kaynak: "TBB Yıllık Raporlarından hesaplanmıştır", Yıldırım, Altun, s.95'den uyarlandı.

Bankacılık kesimine mevduat girişinde, 1980-93 döneminde %669.7 oranında artış görülürken, aynı dönem için kredi hacmindeki artış oranı sadece %567.8 düzeyinde kalmıştır (Tablo 21).

Ayrıca mevduatın toplam pasifler içindeki payı, 1980-94 dönemi genelinde, toplam aktifler içinde kredilerin payına kıyasla artış eğiliminde olmuştur. Özellikle mevduat faiz oranlarının nisbeten daha yüksek seyrettiği 1980-91 yılları arasında, mevduat/pasif oranı sürekli olarak 1980 yılındaki başlangıç seviyesinin üstünde kalmıştır (Tablo 22).

1992 yılı ve sonrasında ise, kamunun kısa vadeli faiz oranlarını düşürme çabası 1991 yılında %54.3 olan mevduat/pasifler oranının, 1992'de %53.1'e, 1993 yılında ise %51.3'e düşmesinde etkili olmuştur. Diğer taraftan 1980'de %50.3 olan kredilerin toplam aktifler içindeki payı, 1981'de hafif çıkıştan (%51.3) sonra, sürekli düşme eğilimine girmiş; 1994 yılında %35.9 ile en alt noktasına inmiştir (Tablo 21). Bankaların fon kaynaklarında istikrarlı bir artışa rağmen, kredi plasmanındaki görece erime yerini 1985'den sonra kısmi bir düzelmeye bırakmıştır. Ancak yine, de 1993 yılında kredilerin toplam aktif içindeki payı, 1980'lerin başındaki seviyelerinin oldukça altında (%40.8) kalmıştır.

Tablo 22
Mevduattaki Gelişmeler

Yıllar	T. Mevduat (Milyon TL)	Bir Ön. Yıla G. Art. (%)	Mev. Pasif T. İç. Pa. (%)
1980	813.759	-	53.7
1981	1.651.402	102.9	59.7
1982	2.565.499	55.4	62.8
1983	3.417.464	33.2	58.4
1984	5.891.984	72.4	62.8
1985	9.967.582	69.2	67.8
1986	15.827.771	58.8	62.6
1987	24.163.169	52.7	58.4
1988	38.383.643	58.9	56.2
1989	62.404.454	62.6	57.2
1990	95.317.797	52.7	56.0
1991	166.388.368	74.6	54.3
1992	305.489.073	83.6	53.1
1993	544.965.839	78.4	51.3

Kaynak: "TBB Yıllık Raporlarından hesaplanmıştır", Yıldırım, Altun, s.91'den uyarlandı.

Sak, 1994 yılında yayımladığı eserinde, bankalar kesiminin toplam aktif portföyünde kredilerin payında görülen gerilemenin istatistiksel bir öneme sahip olduğunu ve bunun özel sektör şirketlerine açılan kredilerdeki düşüşten kaynaklandığını vurgulamaktadır.

İncelenen dönem itibarıyla, toplam kredi hacminin en önemli bileşeni, ticari krediler olmuştur. 1981'de ticari kredilerin toplam krediler içindeki payı, %34.1 iken bir yıl içinde iki katından fazlasına çıkmıştır (Tablo 23). Kısa vadeli kredilerin yoğunluk taşıdığı toplam ticari krediler, 1986 yılına kadar kesintisiz gelişme göstermiştir.

Tablo 23
Kredilerin Kompozisyonu

Yıllar	Kısa (a) Vadeli (%)	Orta ve (b) Uzun Vadeli (%)	Toplam Ticari Kr. (c) (Milyon TL)	T. Krediler İçindeki Payı (%) (d)
1981	76.8	23.2	970.624	34.1
1982	78.3	21.7	1.384.221	72.3
1983	69.7	30.3	1.819.513	69.7
1984	76.4	23.6	2.386.845	70.8
1985	79.9	20.1	4.162.599	70.4
1986	72.3	27.7	8.461.706	73.5
1987	73.5	26.5	13.665.862	73.0
1988	72.4	27.6	19.802.826	71.4
1989	76.5	23.5	32.811.863	71.3
1990	82.5	17.5	58.083.402	72.6
1991	84.7	15.3	97.779.744	75.2
1992	85.8	14.2	167.756.523	72.5
1993	84.9	15.1	327.884.491	75.6

Not: (a) Kısa vadeli kredilerin toplam (ticari+tüketici) kredilere oranı.

(b) Orta ve uzun vadeli kredilerin toplamı (ticari+tüketici) kredilere oranı

(c) 1989 ve sonrasında açılan tüketici kredileri ayrıştirilmediğinden bu kapsamda yapılmıştır.

(d) Ticari ve tüketici kredilerinin toplam kredi hacmi içindeki payı.

Kaynak: "TBB Yıllık Raporlarından türetilmiştir", Yıldırım, Altun, s.96'dan uyarlandı.

Türkiye ekonomisinin 1987'den itibaren yüksek faiz-düşük kalkınma hızı-yüksek enflasyon dönemine girmesi, ticari krediler üzerinde olumsuz sonuçlar doğurmuştur. Kredi

maliyetlerinin artması ve ekonomik canlılığın yavaşlaması, hem şirketlerin kredi taleplerinin düşmesine, hem de bankalar açısından piyasa rizikinin (geri ödenemem riskinin) artmasına ve buna paralel olarak bankaların ticari kredi açmakta daha isteksiz davranmalarına yol açmıştır. Yine bu dönemde, bankacılık sektörü genelinde tahsili gecikmiş alacaklar ve batık kredi riskinin artmış olması, sistemin bütünü açısından bir tehlike oluşturmuştur.

Bankalar, ticari krediler piyasasındaki durgunluğa ve artan risk ortamına, kaynaklarını plase edecek yeni bir mali ürünle çıkış yolu bulmuşlardır. 1989 yılında birkaç büyük bankanın öncülüğü ile başlatılmış olan tüketici kredileri uygulaması, hem bankacılık sistemine riski %0.1'in altında ifade edilen bir plasman biçimi sağlamış, hem de makro ölçekte durgunluğa doğru giden ekonomide talebi canlandırıcı olmuştur.¹¹⁰

Tablo 24'de verilen toplam banka kredilerinin sektörel dağılımı incelendiğinde ise Türkiye'de ticari banka kredilerinin yapısında öne değişiklikler olduğu göze çarpar.

Tablo 24
Ticari Banka Kredileri Sektörel Dağılımı (Milyar TL)

Yıllar	Tarım	Sanayi	Dış Tic.	İç Tic.	Turizm	Diğer	Toplam
1980	145.8	283.1	59.5	74.6	1.2	225.3	789.5
1981	265.9	459.3	124.3	148.3	2.8	318.1	1318.7
1982	335.3	557.2	437.1	284.2	2.6	189.2	1805.6
1983	511.8	525.6	592.9	481.5	3.1	302.6	2417.5
1984	530.1	860.6	696.7	560.1	5.2	496.5	3149.2
1985	955.8	1722.2	977.4	909.6	7.7	995.2	5567.9
1986	1781.8	2517.2	1786.4	2049.4	11.6	1906.5	10052.7
1987	2955.8	3651.3	2257.3	3450.2	58.0	3661.0	16033.6
1988	4520.6	4233.1	3188.9	4960.7	242.6	5625.2	22771.1
1989	7404.0	5291.6	5958.2	9634.4	450.6	8310.7	37049.5
1990	13149.6	8369.3	10108.5	19612.3	858.6	13549.9	65648.2
1991	18436.4	12815.6	20748.0	30759.4	1275.6	18204.5	102239.5
1992	34172.4	20354.6	33022.1	55476.0	2364.4	39652.4	185041.9

Kaynak: " TC Merkez Bankası Yıllık Faaliyet Raporları", Yazgıç, s.69'dan uyarlandı.

¹¹⁰ Yıldırım ve U. Oğuz Altun, Ön. ver., s.95-97.

Dönemin boşlongıcında toplam banka kredileri içersinde en büyük pay sanayii sektörüne aitken, dönem sonunda bu pay iç ticaretin finansmanına yönelik kredilerindir. Sektörel dağılımdaki bu yapı değişikliği bir yandan sanayi yatırımlarının azalmasına işaret ederken, bir yandan da sanayii sektörünün pahalı bir kaynak haline gelen banka kredilerinden öz kaynaklarına yöneldiğine işaret etmektedir. İncelenen dönem boyunca tarım sektörünün toplam krediler içersindeki payı az çok sabit kalmıştır. Banka kredilerinin dağılımında göze çarpan bir diğer nokta da dış ticaret kredilerinin gösterdiği gelişmedir. Özellikle 1981 yılından sonra 3 yıl süreyle dış ticaret kredilerindeki artış en üst düzeyde olmuştur. Bu duruk 1980 sonrası ekonomide ihracata yönelik büyüme politikasının doğal bir sonucudur. İhracatçıya kullandırılan ucuz maliyetli ihracat kredileri de bir teşvik yöntemi olarak düşünülmüş ve krediler miktar olarak hızlı bir artış göstermiştir. Ancak bu durum 1985 yılından sonra tedricen azalışa geçmiştir. İzlenen politikaların ihracatın döviz kuru, vergi iadesi ve düşük faizli kredilerden vazgeçilerek ihracata yönelik sanayinin rekabetçi yapısını güçlendirmeye yöneldiği düşünüldüğünde ihracat kredilerindeki bu azalma normaldir. Son iki yılda turizm kredilerinin gösterdiği artışa da işaret etmekte yarar vardır.¹¹¹

D. Kamu Borçlanma Politikasının Banka Bilançolarına Yansıması

1980'li yılların başına kadar "diğer kamu" kapsamına giren mahalli idareler, döner sermayeli kuruluşlar, fonlar ve İller Bankası'nın kamu kesimi borçlanma gereği içindeki payları, toplam gelir ve harcamalarının büyüklükleriyle orantılı olarak kayda değer bir büyüklüğe sahip olmamıştır. Dönem boyunca, kamu kesimi açıklarının %50'sinden fazlası konsolide bütçe açıklarından oluşmuştur. Bu durum 1989 yılından itibaren iyice pekişmiştir. 1990 yılına kadar mahalli idareler, döner sermayeli kuruluşlar ve fonları içeren "diğer kamu" kesiminin gelir-gider dengesi ortalama olarak fazla vermiş, gelirleri giderlerini aşmıştır. Ancak 1991 yılından itibaren bu kesimde önemli ölçüde açık vermeye başlamış ve kamu kesimi borçlanma gereğinin %19'unu oluşturur hale gelmiştir.

¹¹¹ Banu Yazgıç, "Türkiye'de İzlenen Faiz Politikalarının Bankacılık Kesimi Üzerine Etkileri," (Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Ün. SBE, 1995), s.69-70.

İşletmece KİT açıklarının kamu açıkları içindeki payı GSMH'nin oranı olarak özellikle 1990 yılından itibaren önemli bir artış kaydetmiştir. KİT açıklarının toplam kamu açıkları içindeki payı, kamu kesiminin diğer alt kesimlerinin açıklarındaki yüksek oranlı artışlar nedeniyle görece düşüş kaydetmiş ve 1995 yılında toplam kamu kesimi açığının %30'u olarak gerçekleşmiştir. Konsolide bütçe açığının kamu kesimi açığı içindeki payı da 1995 yılında %66 olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi artık kamu kesiminin sırtındaki yük, sadece KİT'ler değildir. En az KİT'ler kadar önemli olarak mahalli idareler, fonlar ve konsolide bütçe de orta yerde durmaktadır. Kamu kesiminde reorganizasyon gereği ve konsolide bütçenin tarihsel gelişimi dikkate alındığında neşterin aslında konsolide bütçeden vurulmaya başlanmasının zorunlu olduğu açık bir biçimde ortaya çıkmaktadır.¹¹²

1980'li yıllarda, kamu bütçe açığının finansmanında parasal genişlemenin doğuracağı enflasyonist baskıdan kaçınma amacıyla TCMB kaynakları yerine borçlanma araçlarına ağırlık verilmiştir. Ancak bütçe açıklarının süreklilik arzeder hale gelmiş olması, hem borç faiz ödemelerinin bütçeye yükünü arttırmış, hem de mali piyasalarda kalabalıklaşma (crowding-out) etkisini ve enflasyonist baskıyı da beraberinde getirmiştir.

Tablo25
Kamu Borçlanma Gereğinin GSMH İçindeki Payı (%)

Yıllar	Borçlanma Gereği (Milyar TL)	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği/GSMH
1980	456	8.7
1985	1.267	3.5
1989	12.283	5.3
1990	29.323	7.4
1991	65.617	10.5
1992	116.492	10.9
1993	215.947	11.9
1994	303.666	10.3

Kaynak: Yıldırım, Altun, s.102'den uyarlandı.

1985'te borçlanma gereğinin GSMH içindeki payı %3.5 iken, 1989 sonrasında hızlı bir artış göstermiştir (Tablo 25). 1987 yılında etkili olan seçim ekonomisi, 1988 yılında reel ücretlerdeki artış ve 1990 yılında patlak veren Körfez Krizi'ni izleyen dönemde bölge ticareti başta olmak üzere ekonomideki olumsuz etkileri ve artan borç ödemeleri, kamunun borçlanma gereğini daha da arttırmıştır. 1990 yılında %7.4 olan kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ye oranı, 1991'de %41.9 oranında artarak %10.5 olarak gerçekleşmiştir. Artış eğilimi, 1992 ve 1993 yıllarında da devam etmiş; kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH içindeki payı sırasıyla, %10.9 ve %11.9 olmuştur.

Gelişmekte olan bir ülke için zaten yetersiz kalan tasarruf oranının, 1990 sonrası dönemde düşüş eğilimine girmesi, kamu borçlanma gereğindeki artışla birleşince faiz oranları üzerindeki baskının yoğunlaşmasına sebep olmuştur. Faiz oranlarındaki artış, kamunun borçlanma gereğini olumsuz yönde etkilemiş ve süreç kendini besler hale gelmiştir. Sonuçta, kamunun borç faiz ödemelerinin yerine getirilebilmesi için tekrar borçlanması şeklinde bir kısır döngüye girilmiştir. Bu tip bir finansman biçimi, iktisat literatürüne "Ponzi tipi"¹¹³ olarak geçen aşırı spekülasyon finansman biçimiyle büyük benzerlik taşımaktadır.

Diğer taraftan, bütçe finansmanındaki olumsuz gelişmelere paralel olarak, kamu borçlanma araçları (devlet tahvili+hazine bonosu) stoklarının GSMH içindeki payında da ciddi artışlar yaşanmıştır. Kamu borçlanma araçları stok tutarı, 1980 yılında cari fiyatlarla GSMH'nin %3.5'ne karşılık gelirken, 1987 yılında bu oran %5.7'ye çıkmıştır (Tablo 26-A). Kamu borçlanma araçları stok tutarlarının GSMH'ye oranı, 1993'te %13.3'e sıçramıştır. Ayrıca 1983 yılı ve sonrasında Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı'nca çıkarılmış olan gelir ortaklığı senetleri ile dövize endeksli senetlerinin de dahil olduğu kamu menkul kıymetleri stok tutarı ve bunun GSMH içindeki payı Tablo 26-B'de verilmiştir.

Kamunun giderek artan oranda mali piyasalardan fon toplamak durumunda kalması, bu döngüyü çalıştırabilmek için riski sıfır olarak kabul edilen kamu borçlanma araçlarına

113

Ponzi finansman, aslında 1900'lerin başında ABD'de çok yüksek faiz ödeme vaadiyle kısa zamanda yüksek hacimde para toplayan, bir süre topladıklarından faizin bir kısmını ödeyebilen, ancak daha sonra dolandırıcılığı ortaya çıkararak iflas eden Charles Ponzi'nin uygulamasına benzer biçimleri ifade etmektedir.

uygulanan faiz oranlarını sürekli olarak yukarıya çekmesini zorunlu kılmıştır. Kamu borçlanma gereğindeki artışın mali sistemde yarattığı kalabalıklaşma etkisi, banka bilançolarına da yansımış; sonuçta bankalar tarafından reel kesime aktarılacak fonların daralmasına yol açmıştır.

Tablo 26-A
Kamu Borçlanma Araçlarının GSMH İçindeki Payı

Yıllar	Stok Tutar/GSMH (%)
1980	3.5
1981	3.1
1982	3.2
1983	3.0
1984	3.8
1985	4.2
1986	4.5
1987	5.7
1988	5.5
1989	6.1
1990	6.1
1991	6.9
1992	10.8
1993	13.3

Tablo 26-B
Kamu Menkul Kıymetleri Stok/GSMH

Yıllar	(A) Kamu Menkul Kıymetler Stok (Milyar TL)	(B) GSMH (Cari) (Milyar TL) (%)	(C) A/B
1980	189.8	5.362.0	3.5
1981	247.9	8.040.1	3.1
1982	338.4	10.699.5	3.2
1983	416.4	14.111.0	2.9
1984	880.7	22.716.1	3.9
1985	1.672.1	35.974.7	4.6
1986	2.703.8	52.063.5	5.2
1987	5.360.5	76.613.0	7.0
1988	8.407.2	134.060.0	6.3
1989	15.485.1	235.305.5	6.6
1990	25.369.8	397.177.5	6.4
1991	44.718.7	634.431.1	7.1
1992	121.596.4	1.103.845.4	11.0
1993	263.562.6	1.908.704.7	13.8

Kaynak: "DİE, SPK", Yıldırım, Altun, s.104'den uyarlandı.

Bu yansıma, kredi hacmi ile karşılaştırmalı olarak başlıca iki kalemden takip edilebilir; kanuni yedek akçeler karşılığı tutulan devlet tahvili hesabı ve menkul değer cüzdanı. Banka aktifleri arasında kanuni yedek akçeler karşılığı tutulan devlet tahvilleri, bankaların disonibilite yükümlülüklerine karşılık gelmektedir. Menkul değerler cüzdanı ise, bankanın mevcut piyasa koşulları çerçevesinde risk-getiri ödünleşimi yaparak oluşturduğu menkul kıymet portföyünü ifade etmektedir. Dolayısıyla, disonibilite yükümlülüğü zorunlu bir karşılık olarak bankalara empoze edilirken, menkul değerler cüzdanı bankanın kendi insiyatifi dahilindeki bir fiili içerdiği için piyasa koşullarını yansıması açısından ayrı bir öneme sahiptir.

1980'de uygulanmaya başlanan liberalizasyon politikaları sonrası, TCMB parasal kontrolü sağlamada mevduat munzam karşılıkları ek olarak disonibilite yükümlülüğünden giderek daha fazla yararlanma yoluna gitmiş ve zaman içinde munzam karşılık oranları düşerken disonibilite oranını arttırmıştır.

Tablo 29 disonibilite yükümlülüğünü kredi kaynak maliyetinin bir unsuru olarak verirken, Tablo 27-A Türkiye'de faaliyette bulunan ticari bankaların bu yükümlülükleri nedeniyle tuttıkları devlet tahvili hesabının, banka bilançosundan giderek daha büyük bir pay aldığı görülmektedir. Bu eğilimin özellikle "4 Şubat istikrar tedbirleri" dahilinde mevduata uygulanan kanuni karşılıkların yükseltildiği 1988 ve sonrasında güçlendiği öne sürülebilir.

Greenwald ve Stiglitz, 1990 yılında yaptıkları çalışmada, genel anlamda borç verenlerin, belli bir getirisi ile birlikte riski de olan kredilendirme ile güvenceli bir plasman biçimi olan ve belli bir faiz getirisi sağlayan hazine bonosuna yatırım yapmak arasında bir portföy tercihi yapmak durumunda olduklarına işaret etmektedir. Dolayısıyla, bankanın piyasa koşullarını değerlendirirken, "riski uyarlanmış getiri" arayışı içinde olacağı açıktır. Bu noktadan hareketle, hazine bonosu ya da genel anlamda kamu borçlanma araçlarının risk-getiri bileşiminin, piyasadaki diğer mali araçlara kıyasla daha avantajlı olması durumunda, bankanın kredi vermek yerine hazine bonosu almaya yöneleceği öne sürülebilir.

Değişen pazar koşulları karşısında bankaların ihtiyari talebini yansıtan menkul değerler cüzdanındaki gelişmeleri, bu açıdan değerlendirmek isabetli olacaktır. Tablo 27-B, 1981-1993 dönemi için menkul değerler cüzdanının tutar, yıllık değişim ve aktif içindeki payını vermektedir. Tablo 28 ise, menkul değerler cüzdanının yıllar itibariyle araç bazındaki dağılımını vermesi açısından ilgi çekicidir.

Öncelikle, menkul değerler cüzdanının banka bilançosundaki öneminin giderek arttığı ve yüksek faiz-yüksek enflasyon-yavaşlayan ekonomik aktivitenin yaşandığı dönemlerde tepe noktalara vardığı görülmektedir (Tablo 27-A). Menkul değerler cüzdanının bileşiminde yoğunluğun hissedilir derecede (%80-%90 civarında değişmektedir) kamu menkul kıymetlerinde olduğu gözönüne alınırsa (Tablo 28), bankanın piyasa koşulları karşısındaki tavrı daha iyi ortaya çıkacaktır.

Özellikle, durgunluk içinde enflasyon tehlikesinin yaşandığı, kredi riskinin artmış olduğu 1988-89 ekonomik ortamında, bankaların hem menkul değerler cüzdanının hem de kamu menkul kıymetlerinin bu cüzdandaki ağırlığının aynı anda tepe noktalarına ulaşmış olması ve bu arada kredilerin -özellikle de ticari kredilerin- aktif içindeki payının hissedilir ölçüde düşmüş olması, ancak kredi tayinlaması olgusu ile açıklanabilir. Bankalar, olumsuz piyasa koşulları karşısında, riski yüksek bir faaliyet olarak gördükleri kredilendirme yerine, "riski uyarlanmış - getirisi" görelisi olarak daha yüksek olan kamu menkul kıymetlerine yönelmişlerdir. Sonuçta, ticari kredi arzı daralmakla kalmamış, bankada portföy tercihini kamu kağıtlarından yana kullanarak toplamış oldukları fonları tayinlamışlardır.

Benzer eğilim, 1989 sonrası önemde de kendini göstermiş; 1993 yılı itibariyle kredilerin aktif içindeki payı %40.8'e düşerken, menkul değerlerin aktif içindeki payı %11'e çıkmış; kamu kağıtlarının menkul kıymetler cüzdanı içindeki payı ise %84.5 olmuştur. 1989 yılı sonrasında, menkul değer cüzdanında, kamu menkul kıymetlerinin payının görelisi olarak düşmüş olması (Tablo 28), 32 sayılı kararla kambiyo rejiminde sağlanan serbesti sonucu bankaların portföylerinde yabancı menkul kıymetlere de yer vermeleri ile ilişkilendirilebilir.

Diğer taraftan, kamu borçlanma gereğinin banka bilançoları üzerindeki olumsuz etkilerini, bankaların "risksiz" varlıklarla piyasa riski yüksek olan kredilendirme arasında tayinlama yaptıkları, kamu menkul kıymetlerine ek olarak merkezi hükümete açılan kredileri de analize ederek göstermektedir. Buna göre 1986-92 döneminde risksiz varlıklar kategorisinde yer alan kamu menkul kıymetleri ile merkezi hükümete açılan krediler toplamının konsolide bilanço içindeki görece büyüklüğündeki artışların, kamu borçlanma gereğinin GSMH içindeki payındaki artışlarla büyük paralellik izlediğine dikkati çekmektedir.¹¹⁴

Tablo 27-A
Kanuni Yedek Akçeler Karşılığı Devlet Tahvilleri Hesabı

Yıllar	Tutar (Milyon TL)	Aktif İçindeki Payı (%)	Menkul Değerler Cüzdanının KYAKDTH'ye Or.
1981	5.041	0.2	20.6
1982	8.707	0.2	21.0
1983	15.935	0.3	12.3
1984	20.777	0.2	32.0
1985	37.186	0.2	39.3
1986	56.454	0.2	40.5
1987	125.663	0.3	33.4
1988	242.715	0.3	29.2
1989	485.050	0.4	29.2
1990	746.660	0.4	23.5
1991	1.272.083	0.4	27.4
1992	2.154.388	0.4	28.8
1993	3.696.749	0.3	31.6

Kaynak: "TBB (1981-1994) Bankalarımız Yıllıklarından türetilmiştir", Yıldırım, Altun, s.106'dan uyarlandı.

Tablo 27-B
Menkul Değerler Cüzdanının Aktif Toplam İçindeki Payı

Yıllar	M. Değerler Cüzdanı (Net) (Milyon TL)	Artış (%)	Menkul Değerler / Aktifler (%)
1981	103.996	-	3.8
1982	183.041	76.0	4.5
1983	195.847	7.0	3.3
1984	664.336	239.2	7.1
1985	1.460.152	119.8	9.9
1986	2.287.245	56.6	9.0
1987	4.200.087	83.6	10.2
1988	7.076.479	68.5	10.2
1989	12.704.133	79.5	11.6
1990	12.553.500	38.2	10.3
1991	34.810.518	98.3	11.4
1992	62.019.920	78.2	10.8
1993	116.784.692	88.3	11.0

Kaynak: "TBB (1981-1994) Bankalarımız Yıllık Raporlarından yararlanılarak hesaplanmıştır", Yıldırım, Altun, s.106'dan uyarlandı.

Tablo 28
Menkul Değerler Cüzdanındaki Gelişmeler (%)

	Dev. Tah. (DT)	Gelir Ort. Sn. (GOS)	Diğer Tahvil.	Hazine İç İstikraz B.	Diğer Bonolar	Vadesiz DT	Gelmemiş GOS	Kuponlar Diğer	Hisse Senetleri	Diğer Men. Kıy.
1986	46.8	29.1	0.1	18.3	4.0	0.01	0.02	0	0	1.4
1987	62.8	8.7	0.9	21.9	1.7	0.4	0.09	0	2.9	0.6
1988	63.9	6.8	3.2	23.5	0.6	0.4	0.3	0	1.3	0.1
1989	68.5	4.5	2.4	15.7	0.9	0.3	0.1	0	6.4	1.2
1990	74.3	3.3	1.8	15.3	0.2	0.3	0.1	0	3.3	1.4
1991	57.7	4.1	2.0	25.3	5.1	0.004	1.5	0.01	1.9	1.5
1992	71.1	3.3	5.8	14.0	1.0	0.2	0.2	0	2.1	2.4
1993	75.3	3.6	6.0	5.6	2.9	0.01	0.01	0.01	1.9	4.7
1994/3	86.9	7.5	7.2	3.5	0.5	0.5	0.2	0.05	2.3	6.0

Kaynak: "TCMB -1994 I. Üç Aylık Bülten rakamlarından türetilmiştir", Yıldırım, Altun, s.108'den uyarlandı.

Tablo 29
Aktarılabılır Fon Maliyeti (%)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
1. Toplam Mevduat	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2. Munzam Karşılık Oranı	24.0	34.0	33.0	32.0	25.0	25.0	21.0	16.3	13.0	18.0	15.5	13.7	11.6	11.0	11.3
3. Umumi Disponibilite	12.0	12.0	13.0	13.0	10.0	12.5	12.5	15.0	17.0	27.0	30.0	30.0	33.8	35.0	35.0
4. Aktarılabılın Fon	54.0	54.0	54.0	55.0	65.0	62.5	66.5	68.7	70.0	54.2	54.5	54.5	54.6	54.0	53.7
5. Faiz Maliyeti (T. Mevd.)	7.8	12.1	23.7	27.1	28.1	31.4	32.3	30.8	27.8	47.9	41.8	41.8	51.6	51.3	49.6
6. Genel Giderler	6.6	8.5	6.7	6.2	6.4	5.9	6.7	5.2	5.2	8.2	7.6	7.6	8.0	8.2	7.1
7. Mev. Munz. Kar. Gel. (a)	1.9	3.9	7.6	4.9	4.9	6.9	4.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
8. Disponibilite Gel. (%)	1.1	1.4	1.6	2.2	1.6	2.9	3.1	3.8	3.9	8.1	8.4	7.2	13.6	15.4	14.5
9.T. Fon Mal. (5+6-(7+8))	11.4	15.3	20.7	26.2	28.0	27.5	31.3	32.2	29.1	48.0	41.0	38.2	46.0	44.1	42.2
10. Akt. Fon Mal. (9/4)	21.1	28.3	38.3	47.6	43.1	44.6	47.1	46.9	41.6	88.5	75.2	67.9	84.2	81.7	78.6

Not: (a) Mevduat munzam karşılıklarına ödenen faiz oranı, 1986 yılından itibaren sıfırlanmıştır.

(b) Disponibl değerlerin %50'sinin kamu menkul kıymetlerine yatırılması durumunda.

Kaynak: Yıldırım, Altun, s.99'dan uyarlandı.

III. 5 NİSAN 1994 EKONOMİK İSTİKRAR TEDBİRLERİ VE TÜRK FİNANS PİYASASI

1994'ün Ocak ayının ikinci yarısında, dövizde yaşanan ani bir spekülâtif talep patlaması, TL'nin \$ ve diğer belli başlı yabancı para birimleri karşısında 1-2 hafta içersinde %20'den fazla değer kaybetmesine neden olmuştur. Bu ise hükümeti TL'nin resmi değerini %13.6 oranında devalüe etmeye zorlamıştır. Bu oranda bir resmi devalüasyona rağmen TL'den kaçış durmamış ve hükümet MB rezervlerinden büyük çapta döviz satarak ve oldukça yüksek faiz oranları ile piyasadâ borçlanmaya giderek TL'den dövize olan kaçışı frenlemeye çalışmıştır. Hazine bonolarında uygulanan yıllık faizlerin %94'den %143'e çıkması ile, ticari bankalar da vadeli mevduata uyguladıkları faiz oranlarını üst limiti %85 olan oranlardan, %95 ile %115 arasında değişen oranlara çıkarmışlardır. Doğal olarak mevduat faizlerindeki artışlar kredi faizlerine yansıtılmış, bu ise sermaye kullanım maliyetinde görülmemiş bir artışa neden olmuştur.

Dövizde yaşanan spekülâtif talep patlamasının görünürdeki nedeni, 13 Ocak 1994'de Moddy's adlı uluslararası risk analizinde ihtisaslaşan kurumun Türkiye'nin kredi riskini artırması olmuştur. TL'nin hızla değer kaybetmesinin ardından, 1994'ün Şubat ayında, aylık enflasyon %10 gibi göreceli olarak yüksek bir oranda gerçekleşmiştir. 1994 başından, Mart sonuna kadar olan dönem itibariyle TL'nin dolar karşısındaki değer kaybı %70'i aşmıştır. Finansal piyasalarda yaşanmakta olan dalgalanmaların ekonominin reel sektörlerini etkilemesi kaçınılmaz görülmektedir. Türkiye'de finansal sistemin 1980'lerin başından itibaren gerek iç para piyasaları, gerekse dış dünya ile olan sermaye hareketleri açısından liberalizasyonunun, bütçe açıklarının, enflasyon, TL'nin değer kaybı ve kamu sektörünün iç ve dış borçlanma oranlarındaki artışlar üzerindeki olumsuz etkilerini büyüterek, mevcut krizin boyutlarını genişlettiği ortadadır. Şimdi finansal küreselleşmenin kriz üzerindeki etkilerini incelemeye çalışalım.¹¹⁵

¹¹⁵ Serhan Çiftçioğlu, "Türkiye Ekonomisindeki Krizin Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı ile Analizi", Ekonomik Yaklaşım, C.5, S.12 (Ankara: Gazi Ün. Yayınları, 1994), s.15.

1. Finansal Küreselleşmenin Kriz Üzerindeki Etkisi

24 Ocak 1980 kararları sonrasında iç ve dış finansal sistemin, devletin mali açıdan liberalizasyonu sağlanmadan liberalize edilmesi, bugün gelinen nokta açısından en önemli politika hatalarından başlıcasını oluşturmuştur. Finansal liberalizasyon, bütçe açıklarının, TL'nin satınalma gücünün gerek yerli mallar açısından (enflasyon oranı), gerekse yabancı mallar açısından (devalüasyon oranı) azalması süreci üzerindeki olumsuz etkilerinin hızlanarak ciddi boyutlara çıkmasına neden olmuştur. İç finansal sistemin ve sermaye hareketlerinin, bütçe açıkları belirli bir minimum düzeye indirilmeden liberalize edilmesi, 1977'de Arjantin'de ve 1981'de İsrail'de uygulanmaya çalışılan stabilizasyon paketlerinin başarısızlığa uğramasındaki en önemli faktörlerden birisi olarak gösterilmektedir. Bu ülkelerin deneyimlerine paralel olarak, Türkiye'de finansal sistemin ve sermaye akışlarının liberalize edilmesi, ulusal paraya olan reel talebin ciddi olarak düşmesine yol açmıştır. Bu ise devletin, para arzını belirli bir oranda genişleterek, kamudan toplayabileceği reel kaynak (Seignorage) miktarının azalmasına yol açmıştır. Bir başka deyişle, TL'ye olan reel talebin azalması, devletin belirli bir enflasyon oranı ile halktan toplayabileceği "enflasyon vergisi"nin reel olarak azalmasına yol açmıştır. Bunun sonucunda ise devlet, belirli bir bütçe açığını finanse edebilmek için, ya para arzını daha yüksek bir oranda arttırma ve/veya daha yüksek bir oranda iç ve dış borçlanmaya gitmek zorunda kalmış olmaktadır. Türkiye'de hükümetlerin daha çok ikinci alternatifi tercih ettiği ortadadır.¹¹⁶

1980 yılından itibaren uygulamaya konan reel faiz politikasının yol açtığı fon maliyetindeki artış yanında, kamu kesimi açıklarının finansmanında iç borçlanmaya ağırlık verilmesi ve özkaynak/yabancı kaynak bileşimi açısından güçlü olmayan mali yapıya sahip işletmelerin fon talepleri nedeniyle kredi piyasalarındaki aşırı talep baskısı, kredi faizlerinin de yüksek düzeylerde oluşmasına neden olmuştur. Faiz oranlarının yüksek düzeylerde oluşması, makro ekonomik istikrara katkı sağlayacağı, toplam arz ve talebi olumlu yönde etkileyeceği düşünülmüştür. Toplam talep yönünden; faiz oranlarının arttırılması kısa vadede tasarrufları arttırmak ve yurtiçi mali araçlara olan talebi teşvik etmek suretiyle mal ve hizmet

¹¹⁶ Aynı, s.20.

piyasaları üzerindeki talep baskısını azaltacağı görüşü benimsenmiştir. Toplam arz yönünden; mevduat faiz oranlarındaki artış, mevduat talebini uyarmak suretiyle bankaların reel kredi hacmini genişletecek, böylece yatırılabilir fonlarda sağlanan bollaşma üretim artışına ve veri toplam talep düzeyinde enflasyonist baskıların azalmasına katkıda bulunacaktır. Böylece yüksek faiz oranlarının talep daraltıcı ve arz arttırıcı yönü gözönüne alınırken, ters yöndeki etkiler çok geçmeden ortaya çıkmıştır. Özellikle yüksek faiz bir maliyet unsuru olarak varlığını önemli ölçüde hissettirmiş ve yüksek faiz oranlarının yarattığı gelir etkisiyle toplam talebi arttırıcı yönde (tüketimi arttırarak) desteklemiştir.¹¹⁷

1993 yılı sonlarında sermaye hareketlerinin de liberalize edilmesi, ekonominin kendini orta ve uzun vadede istikrarsız ve temel makro dengesizliklerin giderek arttığı bir dinamik oluşum içerisinde bulmasında belirleyici faktör olmuştur. Ulusal bankaların ve ekonomik birimlerin serbestçe döviz tutabilmelerine, içeride ve dışarıda dövizle borç alıp, verebilmelerine olanak tanınması, TL yerine yabancı paraların ikame edilmesi sürecinin başlamasına olanak tanımıştır. Bu süreç zaman içerisinde hızlanarak devam etmiştir. 1993 Nisan sonu itibarı ile, toplam banka mevduatlarının yaklaşık %61'ini döviz mevduatlarının oluşturduğu bir noktaya gelinmiştir. Bu oran, dış finansal liberalizasyonun TL'ye olan talep üzerindeki olumsuz etkilerini göstermesi açısından anlamlıdır.

Yabancı paraların ulusal para yerine ikame edilmesi, ulusal paranın tabanını büyük ölçüde daraltmıştır. Ulusal para tabanındaki daralma ise, bütçe açıklarının belirli bir yüzdesinin, para arzındaki sabit bir genişleme oranı ile uzunca bir süre finanse edilebilmesini olanaksız hale getirmiştir. Kamu Sektörü Borçlanma Gereksinimlerinin (KSBG) finansmanında kullanılan alternatif kaynakların zaman içerisindeki oranlarına ve para arzının genişleme hızındaki değişikliklere bakıldığında, söz konusu argümanın geçerliliği ortaya çıkmaktadır. Karataş (1992), 1985'de KSBG'nin %25.6'sı MB kaynakları ile finanse edilirken, bu oranın 1990'da %1.1'e düştüğünü hesaplamıştır. Bu ise devletin 1985'de GSMH içindeki payı itibarı ile %4.6 olan ve 1990'da %10.5'e çıkan KSBG'nin gittikçe

¹¹⁷ Kemal Yıldırım, Talep Yönlü Makroekonomik Politikaların Etkinliği (Eskişehir: Anadolu Ün. Basımevi, 1992), s. 191.

artan bir oranda, iç ve dış borçlanma yoluna gidilerek kapatıldığını göstermektedir. 1990 yılında KSBG'nin %99'una yakın bir kısmının iç ve dış borçlanma ile finanse edilmesine rağmen, para arzındaki (M2) genişleme, %48.7 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran, 1985 yılındaki M2'nin artış oranından (%57.3) göreceli olarak fazla düşük değildir. Bu rakamların vermekte olduğu mesaj ise oldukça çarpıcıdır:

1985'de M2'de sağlanan %57.3'lük bir genişleme oranı ile KSBG'nin %25.6'sı finanse edilebilirken, 1990'da buna yakın bir parasal genişleme oranı ile, KSBG'nin ancak %1'i finanse edilebilmiştir. Buna paralel olarak 1985'de %45 olan enflasyon oranı 1990'da %60.3'e çıkmıştır. 1991'de M2'nin genişleme oranı %20.3'e ve 1992'de ise %24.7'ye kadar gerilemesine rağmen enflasyon oranı 1991'de %70'e, 1992'de ise %71'e ulaşmıştır. Bunun nedeni ulusal para tabanının giderek daralması sonucunda, para arzındaki nisbeten küçük oranlı genişlemelerin bile gittikçe artan bir oranda enflasyonist etki yaratmasıdır. Bu durumun ortaya çıkmasında, dış finansal sistemde liberalizasyonun olanak tanıdığı "yabancı paranın TL yerine ikamesi" önemli bir rol oynamıştır.¹¹⁸

1983 yılında parasal liberalizmin hukuksal altyapısı hazırlanırken yerli ve yabancı paraların dolaşımının örgütlenmesinde "spekülatif kazançlara açık" dolaşıma ağırlık verildiği gözlenir. Bilinçli yanılğı diye nitelenebilecek bu davranış biçiminin ülkemizi bugünkü çıkmaza taşıdığına kuşku yoktur. Türkiye'nin bugünkü para politikası, 11.08.1989 tarihli, Türk Parasını Koruma Kanunu çerçevesinde uygulamaya konulan 32 sayılı kararın temel hükümleri üzerine oturtulmuştur. Anılan kararın üçüncü maddesi şöyle demektedir: "Türkiye'de yerleşik kişiler ile dışarıda yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yurtdışına serbestçe TL gönderebilirler". Bunun anlamı, yabancı ülkelerde oturan gerçek ve tüzel kişilerin TL üzerinden her türlü işlemi yapabileceğidir.

¹¹⁸ Çiftçioğlu, Ön. ver., s.22.

Dördüncü madde aynı özgürlüğü yabancı para ve bu paralar üzerine yazılmış senetler için de öngörüyordu. Bu madde ile parasal liberalizme geçişte ikinci önemli adım atılıyor ve rant ekonomisinin ön ve arka kapıları sonuna kadar açılmış oluyordu.¹¹⁹

Ülkemizin kamu sektörü açısından içinde bulunduğu iç ve dış borç sarmalının oluşmasında ve sürdürülmesinde de 32 sayılı kararın önemli katkısı bulunmaktadır. Bu karar çerçevesinde bir yandan ulusal paramıza değiştirilebilirlik kimliği verilirken, diğer yandan da sermaye hareketlerine neredeyse aklı başında hiçbir ülkede görülmeyen boyutta sınırsız bir özgürlük tanınmıştır. Bu kararlar, ekonomik altyapı yeterince hazırlanmadan salt serbestleşme bağnazlığı içinde alınmış kararlardır.

Bilindiği gibi 24 Ocak 1980 tarihinde uygulamaya konulan kararların orta ve uzun vadeli bir aracı da, ihracattaki artışı hızlandırabilmek için Türk Lirasını her yıl yaklaşık %5 dolayında, reel olarak düşürmekti. Eylül 1988 tarihinden itibaren bu yaklaşımdan vazgeçilmiş ve Türk Lira'na reel değer kazandırma politikası uygulamaya konulmuştur.

1980-88 döneminde hızla artan ihracat, özellikle özel kesimde kapasite kullanımını çok yüksek düzeylere çıkarmıştı. O nedenle Türk Lira'sının değerini düşürmeye devam etmek, ihracatı arttırmaya katkıda bulunmayacaktı. 1980-88 dönemindeki ihracat artışları, iç piyasaya sunulan mal hacmini düşürdüğü için, iç piyasalarda fiyatların yükselmesi özendiriliyordu.

Türk Lira'sına değer kazandırarak, bir yandan sanayi ürünleri üretenler dış rekabet ile karşı karşıya bırakılarak eğitilmek istenmiş, diğer yandan da ithal rejimi değişikliği ile birlikte ithalatın ucuzlatılmasıyla enflasyondaki gelişme tersine çevrilmek istenmiştir.

Kur politikasında 180 derecelik dönüşümün başladığı bu dönemde, kamu sektörü gelir ve giderlerine ilişkin akılcı düzenlemeler uygulamaya konulmadığından, kamu sektörü borçlanma gereği de, yeni seri GSMH verilerine göre, 1988'deki %4.8 düzeyinden,

¹¹⁹ Erdoğan Soral, "Türkiye Siyasal ve Ekonomik Bunalımı Aşabilir mi?" Cumhuriyet, 05 11 1996, s.2

1993'teki %11.9 düzeyine doğru tırmanmaya başlamıştır. Bu, kamu sektörünün mali piyasalarda "kalabalıklaştırıcı" etkisini sergilediği bir süreçtir.

Kamu sektörü borçlanma gereğindeki bu hızlı tırmanışın sürdüğü dönemde, yurtiçi tasarrufların, GSMH'ye oranı da, 1988 yılındaki zirve değeri olan %26.3'den 1993'deki %20 oranına doğru hızla gerileme sürecine girmiştir. İzleyen yıllarda bu tasarruf oranının %20'nin de altlarına düştüğünü görmekteyiz. Kamu sektörü borçlanma gereğindeki ve tasarruf hacmindeki bu tam tersine ilişkinin sürdüğü dönemdeki ekonomimizin toplam mali varlıklarındaki gelişmelere de kısaca bir göz atmakta fayda vardır.

Özel kesimin çıkarmış olduğu hisse senedi, tahvil, finansman bonusu, varlığa dayalı menkul kıymetler hacmi, 1990'daki yaklaşık 16.1 trilyon TL hacminden, 1994 yılında 130.8 trilyon TL'ye yükselerek 8.1 kat artmıştır. Aynı dönemde kamu sektörünün çıkardığı hazine bonusu, devlet tahvili, dövize endeksli senetler ve gelir ortaklığı belgesi gibi menkul kıymetler ise yaklaşık 25.4 trilyon TL'den 599.6 trilyon TL'ye çıkartılarak 23.6 kat sıçramasına neden olmuştur. Gerek özel gerek kamu sektörünün çıkarmış olduğu menkul kıymetleri önemli ölçüde banka sisteminin almakta olduğu hatırlanırsa, bu sektörün kaynaklarındaki gelişmeleri de kısaca hatırlamakta fayda vardır.

1990-94 dönemindeki bankalardaki toplam TL mevduat sadece 8.2 katlık bir artış göstermiştir. TL mevduat hacmindeki gelişme kabaca özel kesim menkul kıymetlerindeki artışa paralel olduğuna göre, bankalar piyasalara kamu sektöründen ve özel kesimin kredi talebinden kaynaklanan ve giderek reel anlamda büyüyen ödünç verilebilir fon taleplerini nereden karşıladılar? Bu sorunun yanıtı da banka sistemindeki döviz tevdiat hesaplarının TL karşılıklarındaki gelişmelerinden saptanabilir. Söz konusu dönemde anılan hesapların hacmi 28.9 kat artmıştır. İşte bu artışın oluşmasında, 32 sayılı kararın getirdiği sermaye transferlerindeki serbestliğin önemli rolü olmuştur.¹²⁰ Bilindiği gibi devletin artan iç borçlanmasının sonucu olarak reel faizler dünya piyasalarındaki oranlarının oldukça üzerine çıkmış, bu ise ticari bankaları, yurtdışından kısa vadeli borçlanma yolu ile döviz bulup,

¹²⁰ Hikmet Uluğbay, "Mali Liberalizm ve Borç Krizi", İktisat Dergisi (İstanbul: İ.Ü.İ.F. Mezunları Cemiyeti Yay. Organı, 1996), s.83.

bunları iç piyasada TL'ye çevirip, ya devlete ya da tüketicilere borç vermeye yöneltmiştir. Bunun sonucu olarak bankaların döviz cinsinden olan yükümlülükleri, döviz varlıklarını büyük oranda aşarak, döviz piyasalarındaki spekülâtif hareketleri körüklemiştir. Bu ise döviz piyasalarındaki istikrarsızlığı ve dolayısı ile genel makro ekonomik istikrarsızlığı arttıran önemli bir faktör olmuştur.¹²¹ Bu süreçle beraber iç borçlanma faizleri süratle artmasına devam etmiş, tahvil faizleri 1989'da %58 düzeyinde seyrederken, 1993'de %86'ya ve izleyen yıllarda da %100, %200'lere kadar tırmanmıştır.

Ancak bu politikaların sonucu olarak, MB rezerv kabındaki dövizlerin özellikle 1988 ve 1989 yıllarında cari işlemler dengesinin fazla vermesi ve bu arada cari işlemler dengesinin açık verdiği yıllarda dahi, rezervlerin artmaya devam ederek, 1988 sonundaki 2.3 milyar dolardan, 1993 sonundaki 6.2 milyar dolar düzeyine çıkmasını, politikalarının başarısı olarak görmekteydiler. Bu aşamada Ekim 1988 tarihinde, (1980-82 dönemi kur ortalamaları 100 kabul edildiğinde oluşan endekse göre) Ekim 1988 tarihinde 62 olan reel kur düzeyi Nisan 1990 tarihinde 89'a değin yükselmiştir. Bu da arada geçen süre içinde TL'nin reel olarak değer kazanma boyutunu sergilemektedir. 1991 ve 1992 yıllarında, TL'ye reel değer kazandırmaktan bir nebze uzak durulduysa da, izleyen yıllarda eski politikalara geri dönmüştür.

1989 yılında yaklaşık 41.8 milyar dolar olan toplam dış borç stokunun içinde kısa vadeli dış borçlar 5.7 milyar dolar hacmiyle %13.6 paya sahipken, bu oran 1994 krizi öncesinde bir kat artarak %27.5'e tırmanmıştır. Kısa vadeli dış borçtaki bu boyuttaki artışın parasal değeri 12.8 milyar dolardır. 1990-93 döneminde Hazine sadece dış borç ödemeleri için değil, onun ötesinde yatırım değil, bütçenin cari harcamalarını dahi finanse etmek için, yoğun bir biçimde dışarıdan borçlanmaya başlamıştır. Bu da TL'nin değer kazanma sürecine katkıda bulunmuş ve kur-faiz makasının daha da fazla açılmasını özendirmiştir. Bu tutum, banka ve özel sektörün kısa vadedeki borçlanmasındaki artışlarla birlikte MB'deki döviz rezerv birikimini 1993 yılı sonunda 7.1 milyar düzeyine çıkarmıştır. Banka sistemi de açık pozisyonlarını 4 milyar doların üzerine çıkarmışlardır. Böyle bir ortamda bu politikaların

¹²¹ Çiftçioğlu, Ön. ver. s.28.

sürdürülebilirliğine olan inancın kaybolması ve olası bir devalüasyondan en az zararla kurtulabilmek için, bankaların Kasım 1993 tarihinden başlayarak, açık pozisyonlarını kapatabilmek üzere yoğun döviz alımlarına girmesi, 1994 bunalımının ön habercisi olmuştur.

Bu oluşum, 1994 yılının ilk aylarında dövize hücumla dönüşmüş ve MB 5 Nisan 1994 gününe kadar rezervlerini 4 milyar doların üzerinde eriterek, bankaların açık pozisyonlarını geniş ölçüde kapatmalarına yardımcı olmuştur. Bu dönemde önce yavaş tempoyla başlatılan, sonra da hızlandırılan bir devalüasyon sonucunda TL'nin dolar karşısındaki değeri Kasım 1993-Nisan 1994 arasında %162.9 oranında düşürülmüştür. Bu oluşum sırasında dışarıya kaçan sıcak para nedeniyle kısa vadeli dış borç hacminde de 7.2 milyar düzeyinde bir gerileme olmuştur. Sıcak fonlar 32 sayılı kararın yarattığı iklimde, geldiklerinden hızlı bir biçimde ülkeyi terketmişlerdir. Bütün bu gelişmeler aynı zamanda 1993 yılı dış ticaret açığının 14.1 ve cari işlemler açığının da 6.4 milyar dolayında tırmanmasına yol açmıştır. Ancak yaşanan bu olaylardan gereken dersler alınmamış olmalı ki, bir yandan Eylül 1994 tarihinden sonra yeniden TL'ye değer kazandırma sürecine girilmiş, diğer yandan da kısa vadeli sermaye girişlerini özendiren uygulamalardan vazgeçilmemiştir.¹²²

Mali liberalizmin olmazsa olmaz üç koşulu vardır. Bunlar oluşturulmadığı sürece mali liberalizmden mucizeler beklemek, bizi sürekli olarak yanılığa götürecektir.

- i. Klasik demokrasinin temel taşlarının kapitalist mozaikteki yerlerine oturması
- ii. Ulusal paraların gerçek anlamda çevrilgen (konvertibl) olması.
- iii. Parasal ekonomiyle reel ekonomi arasında "yapısal uyum"un sağlanması.

Ülkemizde bunların hiçbiri yoktur. Temel reformlarla yola çıkarak Türkiye'nin siyasal ve ekonomik yapılarının elden geçirilmesi zorunludur.¹²³

¹²² Uluğbay, Ön. ver. s.84.

¹²³ Soral, Ön. ver.

2. 5 Nisan 1994 Ekonomik İstikrar Tedbirleri ve Amaçları

5 Nisan kararlarının amaçları, kararların ilgili paragraflarında şöyle açıklanmaktadır:

- Bu programın amacı; enflasyonu hızla düşürmek, TL'ye istikrar kazandırmak, ihracat artışını hızlandırmak, ekonomik ve sosyal kalkınmayı, sosyal dengeleri de gözeterek sürdürülebilir bir temele oturtmaktır.

- Bu programla bir taraftan ekonominin hızla istikrara kavuşturulması amaçlanırken, diğer taraftan istikrarı sürekli kılacak yapısal reformlar da gerçekleştirilecektir.

- Gelirlerin, ekonominin rekabet gücünü dikkate alan ve verimle istihdamı destekleyen bir yapıda gelişmesi, istikrarın bir diğer temel unsurudur.

- İstikrarın kalıcı olması, sürdürülebilir bir büyüme ortamına girilmesi, kamunun ekonomideki rolünün yeniden tanımlanması ve bu çerçevede yeniden örgütlenmesini gerektirmektedir. Burada temel ilke; sübvansiyon dağıtılan bir devlet yapısından, ekonomide piyasa mekanizmasının tüm kurum ve kurullarıyla işlemlerini sağlayan ve sosyal dengeleri gözeterek bir devlet yapısına geçmek olmalıdır.

- Bu program çerçevesinde kısa vadede toplumun her kesiminin gücü oranındaki fedakarlık göstermesi gerekmektedir. Bu fedakarlığın gösterilmesi ve toplumun bütün kesimlerince desteklenmesi programın başarısı için temel şarttır.

5 Nisan 1994 tarihinde Hükümet tarafından açıklanan kararlar iki ana bölüme ayrılmıştır. Birinci bölüm "konjonktürel" niteliktedir. Burada, döviz kuru, ücret, fiyat politikaları, MB ve bankacılık sektörü, sermaye piyasası ile kamu sektörüne yönelik önlemler, tarımsal destekleme politikaları, toplumsal mali dayanışma ve yeni vergilere ilişkin önlemler yer almıştır.¹²⁴ Bu önlemlerden ilk dördünü ana başlıklar altında vermeye çalışalım.

¹²⁴ Rıdvan Karluk, Türkiye Ekonomisi (İstanbul: Beta Yay., 1996), s.411-412.

A. Döviz Kuru, Ücret ve Fiyat Politikaları

i. Uluslararası piyasalarda güvenin sağlanması, rezervlerin güçlenmesi ve ödemeler dengesinin iyileşmesi, programın bir bütünlük içinde ve tavizsiz uygulanmasına bağlıdır. Nisan ve Mayıs ayları fiyatların denge düzeyini bulma dönemi olacak, Mayıs ayından sonra ekonomide önemli gelişmeler gözlenecektir.

ii. Programın uygulanması ile oluşacak yeni koşullarda, döviz kurunun hedeflenen enflasyon oranı ile uyumlu bir şekilde gelişmesini sağlamayı amaçlayan bir kur politikası izlenecek, spekülasyon hareketlere izin verilmeyecektir.

iii. KİT ürünlerinin fiyatlarında yapılan ayarlamalardan sonra, altı ay süreyle yeni zam getirilmeyecek, şeker ve çay fiyatları yıl boyunca sabit tutulacaktır. Dış konjonktüre bağlı zorunlu gelişmeler ayrıca dikkate alınacaktır.

iv. Programın başarısı bakımından bir diğer unsur da özel sektörün ve işçi kesiminin orta vadede kendi çıkarına olacak bir fiyat ve ücret disiplini kabul etmeleridir. Özel kesimdeki fiyat ve ücret uygulamaları da bu programda belirlenen ilkelere göre yapılmalıdır. Bu çerçevede toplu iş sözleşmelerinde geriye doğru endekslemeden vazgeçmek ve ileriye dönük bir bakış açısı geliştirmek şarttır. Toplumun diğer kesimlerinde bağitlanan kontratlarda da aynı yaklaşımın esas alınması öngörülmektedir.

Özetlersek, bütün ekonomik birimlerin, hesaplarını ileriye dönük yapmaları ve geçmiş enflasyonun toplumun hafızasından silinmesi, başarının temel şartıdır.

B. Merkez Bankası ve Bankacılık Sektörüyle İlgili Önlemler

i. Son yıllarda hızla artan kamu açıklarının Merkez Bankası ve mali piyasalar üzerindeki baskısı, para politikalarının etkin bir şekilde kullanımını zorlaştırmıştır. İstikrar programının kamu açıklarını düşürücü etkisi, MB'nin parasal büyüklükler üzerindeki kontrol gücünü arttıracak ve mali piyasalarda kalıcı bir istikrar sağlanacaktır.

ii. Hazine ve diğer kamu kuruluşlarının MB'den kredi kullanımlarına sınırlama getirilerek, MB daha özerk bir yapıya kavuşturulacaktır.

iii. MB, para politikasını ekonomideki fiyat, ücret ve döviz kuru için öngörülen hedeflerle uyumlu bir şekilde yürütecek ve parasal büyüklükler kontrol altında tutulacaktır.

iv. MB'nin parasal büyüklükler üzerindeki kontrolünü arttırabilmek için, mevduat munzam karşılığı ve disponibilitate uygulamaları yeniden düzenlenmiştir. Bu konuda ki açıklama MB tarafından yapılacaktır.

v. Sigortaya tabi tasarruf mevduatı üst sınırı 50 milyon TL'den 100 milyon TL'ye yükseltilmiştir. Bir süre sonra da 150 milyon TL kabul edilmiştir. Daha sonra hükümet tüm tasarruf mevduatlarına güvence getirmiştir.

C. Sermaye Piyasasıyla İlgili Önlemler

i. Yeni bir finansal araç olarak, gayrimenkul yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarının faaliyetlerini düzenleyici tebliğlerin çıkartılacağı öngörülmüştür.

ii. Sermaye piyasası kurulunca repo işlemlerine ilişkin yeni düzenlemeler tamamlanmıştır. Bu çerçevede:

- Varlığa dayalı menkul kıymetler ile A tipi yatırım fonu katılma belgeleri repo yapılabilen menkul kıymetler kapsamından çıkartılmıştır.

- Repoya konu olan bir menkul kıymetin mükerrer olarak repoda kullanılması ve açığa repo yapılması önlenecektir.

D. Kamu Sektörüne Yönelik Önlemler

Kamu Maliyesi, Kamu Sektörü Borçlanma Gereği ve Finansmanına Yönelik Önlemler:

i. Bir yandan kamu gelirlerini arttırıcı tedbirler yürürlüğe konulurken, öte yandan, kamu harcamalarının kısıtlanması yönündeki tedbirler taviz verilmeden uygulanacaktır. Böylece, öncelikle devlet, kendi harcamalarına çeki düzen verirken, halkın parasını halkın

yararına en iyi şekilde kullanacaktır. Açıkları kapamak için borç alıp, daha sonra alınan borcun faizini ödemek için tekrar borçlanma kısır döngüsüne son verilecektir.

ii. Programın başarısı açısından Nisan-Haziran dönemindeki bütçe uygulaması büyük önem taşımaktadır. Alınan tedbirlerin titizlikle uygulanması sonucunda kamu kesimi borçlanma gereğinde hızlı ve önemli bir azalma sağlanacaktır. Uygulanacak tedbirlerle; Nisan-Haziran döneminde 16.3 trilyon TL ilave gelir sağlanırken, bütçe harcamalarında 22 trilyon TL tutarında kısıntıya gidilecektir. Böylece, kamu kesimi açığının MB kaynaklarından finansmanı önemli ölçüde azalacaktır.

Gelir Arttırıcı Önlemler:

i. Vergi ödemeyen kesimlerin bu alışkanlıklarına son verileceği öngörülmektedir. 5 Nisan'dan itibaren vergi denetimleri kamuoyunun yakından göreceği şekilde daha da yaygınlaştırılacak ve yoğunlaştırılacaktır.

ii. KİT mal ve hizmet fiyatları döviz kurundaki artışlar ve piyasa koşulları dikkate alınarak, yeniden belirlenerek, önemli ölçüde arttırılmıştır.

6 ay içinde KİT fiyatları dondurulacaktır, şeker ve çay fiyatlarına 1994 yılı sonuna kadar zam yapılmayacaktır. Kamu açıklarının denetim altına alındığı ve parasal büyüklüklerin kontrol edildiği bu yeni ortamda, özel kesimden fiyatlarını bu politika çerçevesinde belirlemesi beklenmektedir. Bundan sonra her türlü fiyat ayarlamasını geçmişe göre değil ileriya dönük olarak yapılması gerekir. Yani yeni bir dönem başlamaktadır.

iii. Bütçe açıklarının süratle kapatılması amacıyla, akaryakıt tüketim vergisinden bütçeye aktarılan pay %50'den %70'e çıkartılmıştır. Ayrıca akaryakıt fiyat istikrar fonu kesintisi %10'dan %25'e yükseltilmiştir. Bunun yanı sıra KİT fiyat ayarlamalarıyla ortaya çıkan ek hasılatın bir bölümü hazineye aktarılacaktır.

iv. KİT'lerin hazineye olan borçlarını süratle ödemeleri için gerekli düzenlemeler yapılacaktır.

v. Kamu kuruluşlarına ait paraların TC Merkez Bankası veya TC Ziraat Bankası dışındaki bankalarda vadeli hesaplarda veya repoda tutulması önlenecek, kamu yararı ve hazine birliği esası dikkate alınarak değerlendirilmesi sağlanacaktır.

vi. Hazineye ait taşınmaz mallardan satış işlemleri hazırlanmış olanlar süratle satılmaktadır. Satış işlemlerinin kolaylaştırılması için gerekli düzenlemeler yapılacaktır.

vii. Devletin elinde bulunan sosyal tesisi, kamp ve lojmanların kira bedelleri rayiç seviyelerine çıkarılacak, kuruluşların lojman, kira gelirleri bütçeye aktarılacaktır.

Harcama Kısıcı Önlemler:

i. 1994 yılında memur mmaş artışları, mevcut bütçe ödenekleriyle sınırlı tutulacaktır. Personelle ilgili bütçe ödeneklerinden ek bir kısıntı yapılmayacaktır. Toplumda yerleşmiş bulunan geçmiş enflasyona endeksleme alışkanlığını kaldırmak gerekmektedir. Bu çerçevede, tüm toplumsal kesimlerder fedakarlık beklemek toplumsal uzlaşmanın gereği olarak düşünülmektedir.

ii. KİT'lerdeki sözleşmeli personelin ücretleri eş değer statüdeki memur maaşlarından daha yüksektir. Bu dengesizlik zaman içinde ortadan kaldırılacaktır.

iii. 1994 yılı bütçe kanununun geçici ve sürekli işçilerin istihdamı ile ilgili hükümleri titizlikle uygulanacaktır. İşçilerin fazla mesai ücretleriyle ilgili mevcut ödeneklerde-%50 oranında kısıntıya gidilmiştir.

iv. Kamuda personel alımları dondurulmuştur. Personel ihtiyacı kuruluşlar arası nakil yoluyla karşılanacaktır. Hiçbir şekilde açıktan atama yapılmayacak, yeni kadro ve pozasyon (sözleşmeliler dahil) ihdas edilmeyecek, boş olanlar da doldurulmayacaktır.

v. Merkezi hükümete paralel olarak mahalli idarelerin de geçici işçi istihdamı sınırlandırılmıştır. Ayrıca mahalli idarelerden merkezi hükümet birimlerine personel yatay geçişi durdurulmuştur.

vi. 1994 yılında kamu yatırım programına hiç bir şekilde yeni proje alınmayacaktır.

vii. 1994 yılında bitecek olanlar hariç olmak üzere tüm kamu projelerinde %20 oranında kısıntı yapılmıştır. Güvenlik ve ekonomik açıdan hayati öneme haiz projeler hareç olmak üzere, henüz ihale edilememiş projelerin ihalesine çıkılmayacak, ihale hazırlıkları devam eden projeler durdurulacaktır. Ülke kalkınmasına katkıda bulunacak, Yap-İşlet-Devret modeliyle gerçekleştirilecek altyapı projeleri desteklenerek, altyapının büyümenin önünde darboğaz oluşturması engellenecektir.

viii. Kuruluşların taşıt, lojman, sosyal tesis ve hizmet binası yatırımları durdurulmuştur.

ix. Yatırımları hızlandırma ödeneği kullandırılmayacaktır.

x. Kamu kuruluşlarının taşra harcamaları yavaşlatılarak, hazine üzerindeki finansamın yükü hafifletilecektir. Savunma ve güvenlik harcamaları hariç, cari harcamalarda %30 oranında kısıntı yapılacaktır.

xi. Kamuda taşıt kullanımı sınırlandırılacak, mevcut taşıtların önemli bir kısmı satılacak veya trafikten çekilecektir. Bu çerçevede 10 ve üzeri yaştaki 5500 adet taşıt hizmet dışı bırakılacaktır.¹²⁵

5 Nisan kararlarının "yapısal düzenlemeler" bölümünde; özelleştirme, KİT'lerin iyileştirilmesi, kamu sektöründe istihdamın rasyonalizasyonu, yerel yönetimlere ilişkin idari ve mali düzenlemeler ile sosyal güvenlik kuruluşları reformu düzenlenmiştir. KİT'lere yönelik olarak Karabük Demir Çelik İşletmeleri, Türkiye Taş Kömürü Kurumunun reorganizasyonu ve Zonguldak ile ilgili istihdam artırıcı önlemlerde kararlar da ele alınmıştır.

Genel olarak değerlendirildiğinde kararlar kısa vadeli politika önlemlerinden, yapısal reformlara kadar çok kapsamlı bir alanda düzenleme getirmiştir. Fakat iç ve dış baskılar sonucunda kısa sürede ve yapılabirlik çalışması olmadan alınan kararlar daha çok

¹²⁵ İlker Parasız, Kriz Ekonomisi ve 5 Nisan 1994 Kararları (Bursa: Ezgi Yay., 1995), s.174-178.

hükümetin niyet ve arzularını içeren bir "niyet mektubu" özelliğini taşımıştır. Nitekim aşağıda da açıklanacağı gibi 5 Nisan 1994'den bu yana geçen sürede bu niyet ve arzuların büyük çoğunluğuna ulaşılamaması, kararların başarılı olmadığını, iç ve dış baskılardan kurtulmak için "yasak savma" amacıyla hazırlandığını ortaya koymaktadır.

5 Nisan kararları çerçevesinde 5 Nisan ve daha sonra uygulamaya konulan başlıca önlemler ana başlıklar altında aşağıda özetlenmiştir:

- TL %39 oranında dış değer kaybına uğramıştır.
- 5 Nisan'da TL'yi cazip hale getirebilmek için Hazine Bonosu, tahvil ve repo gelirlerinden alınan %5 vergi kaldırılmıştır.
- Bankaların topladıkları para üzerinden devlete vermek zorunda oldukları munzam karşılıklar sıfırlanmıştır.
- VDMK ve döviz hesaplarına %22 dispoñibilite zorunluluğu getirilmiştir.
- Bankaların faiz oranlarındaki değişikliği iki gün önceden MB'ye bildirme zorunluluğu kaldırılmıştır.
- Bir defalık ek vergiler (ekonomik denge vergisi, net aktif vergisi ve ek taşıı vergisi) getirilerek, 70 trilyon Liralık gelir hedeflenmiş ve vergi iadesi sistemi yıllığa dönüştürülmüştür.
- Döviz kurları serbest bırakılmış MB'nin kur belirleme sistemi değiştirilmiştir. Kurlar on bankanın verilerine göre belirlenmeye başlamıştır.
- TL cinsinden tasarruf mevduatı ve döviz tevdiat hesaplarının sigorta kapsamı 50 milyondan 150 milyona çıkartılmış ve daha sonra mevduata sınırsız güvence getirilmiştir.
- 10 yıl aradan sonra ilk defa IMF ile stand-by anlaşması yapılmıştır.

- Hazine Haziran ayında %50 net faizli (yıllık %406 faizli) 10 trilyon tl'lik üç ay vadeli bono satışa çıkartmış, bonoların iki saatte tükenmesi üzerine Hazine dört defa bono satmıştır.

- KİT ve Tekel ürünleri çok büyük oranda pahalılaştırılmıştır. Bu çerçevede %52-62, Tekel ürünlerine %70-100, çaya %64.2-72.7, THY'ye %47-53.3, akaryakıtta %45.9-90 zam yapılmıştır.

- Hükümet akaryakıt tüketim vergisini 300 puana kadar arttırma yetkisi almıştır.

- Maktu harçlar %100 oranında, nisbi harçlar ise %20 oranında arttırılmıştır.

- Hazine'nin MB'den alacağı avansa sınır getirilmiştir.

- Temmuz ayında 31.19.1993 itibariyle 50 milyon TL ve üstü vergi borcu bulunan ve borcunu 01.07.1994 tarihine kadar ödemeyenler, 15 Temmuzda teşhir edilmeye başlanmıştır.

- 1995 yılının ilk günlerinde bankaların karşılık oranları arttırılmış, böylece Hazine'ye 30 trilyonluk ek kaynak sağlanması hedeflenmiştir.¹²⁶

3. 5 Nisan 1994 Kararları Sonrası Türk Finans Piyasası

Türkiye 1995 yılında, özellikle son 10 yılda ekonomisinde görülen istikrarsız gidişin bir örneğini daha yaşamış bulunmaktadır. Ülke ekonomisinde konjonktürel dalgalanmaların süresinin çok kısaldığı hemen hemen 1 yıla yaklaştığı görülmektedir. Ekonomide görülen bir ileri, bir geri temposu nedeni ile üretim hacminde beklenen gelişme bir türlü elde edilememektedir. 1995 yılında gördüğümüz büyüme ancak bir önceki yılın düşüşünü telafi edip, 1993 yılına göre kıyasladığımızda sadece %1.5'lik büyüme gerçekleştirebilmiştir. Kişi başına düşen reel GSMH'da da, 1993 yılına göre, 1995 yılında %2.0'lık bir düşüş vardır.

¹²⁶ Karluk, 1996, Ön. ver., s.412-413.

Son Dünya Bankası verilerine göre, 1985-1994 arasında, Türkiye'de kişi başına düşen GSMH, reel olarak yılda ortalama %1.5'lik artış göstermiştir. Bu artış diğer ülkelerle kıyaslandığında, Türkiye'nin büyüme hızı bakımından 60. sırada olduğu görülmektedir. Bu tablo yakın yıllarda Türkiye'nin içinde bulunduğu darboğazı ve ekonomisinde önemli boyutta büyüme hızına ulaşabilmesinin güçlüklerini göstermektedir. Yine Dünya Bankası verilerine göre, Türkiye'nin GSMH'sı Merkez'in görece bir durgunluk yaşadığı 1970'li yıllarda 12.6 milyar dolardan (1970), 55.8 milyar dolara (1980) çıkarak, on yılda dört kattan fazla artış sağlamıştır. 1992'ye gelindiğinde bu rakam 108.2 milyar dolardır, yani oniki yılda iki katını dahi bulmamıştır.

Kronik yüksek enflasyon gelir dağılımını bozarken, yatırımlar üzerinde de önemli tahribata neden olmaktadır. Bunun sonucu ülkede orta ve uzun döneme yönelik yatırımlar yapılamamaktadır. Ekonomik ortamdaki istikrarsızlık girişimcinin önünü görme imkanını yok etmektedir. Türkiye'nin uzun dönemli bir istikrar politikasına şiddetle ihtiyacı vardır. Kamu kesiminde dengeleri sağlayabilmek için, hem harcamaları kısmak, hem de gelirleri arttırmak yönünde bugüne kadar yapıldığından çok daha ciddi gayret gerekmektedir.

1995 yılında uygulanan döviz kuru politikasının gerçekçi olmadığı görülmektedir. Uygulama böyle devam ettiği sürece ihracatta önemli gelişme beklemek olası değildir. Buna karşılık böyle bir politika ithalatın daha da artmasına neden olacaktır. Ülkemizi Avrupa Birliği'ne taşıyabilmek için, bütçe açığının belli bir düzeye indirilmesi, devalüasyon ve enflasyonun da belirli bir seviyede tutulması, diğer bir deyimle makro ekonomik dengelerin kurulması gerekmektedir.

1995 yılında kısa dönemdeki etkileri olumlu sayılacak bazı gelişmeler olmuştur. Ekonominin büyüme hızı eksiden artıya dönmüş, sınırlı ölçüler içinde de olsa toplam yatırımlarda artışlar görülmüş, işsizlik oranı ufak da olsa düşüş göstermiş, fiyat artış hızları önceki yıla göre yavaşlamış, kamu kesimi borçlanma gereğinin, GSMH'ya oranı düşmüştür. Bu olumlu gelişmelere karşı dış ticarete ise olumsuz gelişmeler yaşanmıştır.

İhracat cari dolar değeri ile %19.5 artarken, ihracat miktar indeksine göre %3.8 artış göstermiştir. 1995'de ihracat fiyat indeksinde ise dolar bazında %13.6 fiyat artışı görülmektedir. Bu arada ithalatta, cari dolar değeri ile %53.5'lik artış gösterirken, ithalat miktar indeksine göre de %28.3'lük artış olmuştur. İthalat fiyat indeksi de 1995'de yıllık olarak %17.2'lik artış göstermiştir. Dış ticaret açığı çok büyük boyutta yükselmiş (14.073 milyon dolar), cari işlem fazlası da açığa dönüşmüştür.

1995 yılı programında GSMH reel artışı %4.4 olarak öngörülmüştü. 1995'de gerçekleşen artışın %8.1 olması, hazırlanan program ve öngörülen gelişmeler ile gerçekleşmeler arasında büyük tutarsızlıklar olduğunu göstermektedir.¹²⁷

Yurtiçi tasarruf açığı, kamu kesimi tasarruf açığı nedeniyle büyümüştür. Kamu kesimi açığının finansmanında, iç ve dış borçlanma yanında enflasyonist tercihler de ağırlık kazanmıştır. Ekonomide, ithal ikameci ve devlet müdahalesine dayalı bir yapıdan rekabete ve piyasa kararlarına dayalı bir yapıya geçildiği halde enflasyonist tercihlerin sürdürülmesi ekonomik birimlerin davranışlarını etkilemiş, enflasyonist beklentiler kötüleşmiş ve TL finansal aktif talebi azalmıştır.

Tablo 30
Bütçe Açığının Finansmanı (Trilyon TL)

	1992	1993	1994	1995
Dış Borç. (Net)	4	21	-68	-81
İç Borç. (Net)	39	52	173	283
Dev. Tah.	15	30	-71	86
Hazine B.	24	22	244	197
Mer. B. Avan.	17	53	52	95

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği, Bankalarımız 1995, s.14'den uyarlandı.

Yurtiçi tasarrufların yetersizliği yanında enflasyonist beklentilerin kötüleşmesinin de etkisiyle mali sistem (M2) reel olarak daralmış ve vade yapısı kısalmıştır. Hazine'nin kaynak gereksiniminin daralan mali sektör üzerinde yarattığı baskı faiz oranlarının

¹²⁷ İstanbul Sanayi Odası, 1996 Yılı Başında Türkiye Ekonomisi (İstanbul: Erler Matbaacılık, 1996), s.1.

yükselmeye neden olmuştur. Bankacılık sistemi, faiz oranları yanında kaynak maliyetini etkileyen yükümlülüklerin de etkisiyle, iç piyasada ciddi bir rekabetle karşı karşıya kalmıştır. TL'nin reel olarak değerlendirildiği dönemlerde, yurtdışı borçlanma kısmen de olsa ortalama kaynak maliyetinin düşürülmesine olumlu katkıda bulunsa da, bankacılık sisteminin bilanço içi (aktif ve pasif) ve bilanço dışı, vade, kur ve faiz riski artmıştır. Bu durum bankacılık sisteminin ekonomideki gelişmelere olan hassasiyetinin artmasına neden olmuştur. 1994 yılında yaşanan gelişmeler, makro dengesizliklerin sonuçları ve ekonomik istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinin önemi açısından önemli bir uyarı olmuştur.

Tablo 31
Faiz Oranları (Yıllık Bileşik, %)

	Aralık 1994	Mart 1995	Haziran	Eylül	Aralık 95
H.B. (3 ay)	175	110	94	98	205
D.T. (12 ay)	-	123	105	-	-
Mevduat (3 ay)	102	106	96	89	106
Gecelik faiz	134	93	63	107	188
Gerçekleşen reel faiz (dolar bazında, dönem faizi)					
H.B. (3 ay)	8	12	8	6	3

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği, Bankalarımız 1995, s.20'den uyarlandı.

Bu arada ekonomik gelişmelere ek olarak, mevzuatta yapılan değişiklikler de sistemi önemli ölçüde etkilemiştir. Sistemin açık pozisyonunun sınırlandırılmasına yönelik olarak, döviz pozisyonları ile sermaye arasında yeni bir tanımlama getirilmiş; döviz pozisyonları sermaye tabanının %50'si ile sınırlandırılmıştır. Bu orana uyulması konusunda bankalara bir yıllık geçiş süresi tanınmıştır.

Bankacılık sistemine ilişkin diğer önemli ve ilgi çeken bir değişiklik bankaların yurtdışından sağladıkları kredilerin %6 oranında fona tabi tutulması olmuştur. Yıl sonuna kadar geçerli olmak üzere 1995'in son çeyreğinde getirilen fon Hazine ve ihracata kullandırılmak üzere sağlanan kaynaklara getirilen istisnalarla fiili olarak sifıra kadar

indirilmiştir. Ne var ki bu fon 1996'da kaldırılmamış, genel oran yıl başında %4'e çekilmiştir.

1994 yılında ciddi bir kriz yaşayan ve hızla küçülen bankacılık sistemi, 1995 yılında ekonomide yaşanan gelişmeye paralel olarak mali sistemin büyümesinden olumlu yönde etkilenmiştir. Toplam bilanço büyüklüğü cari fiyatlarla ikiye katlanarak 4.102 trilyon TL'ye, dolar bazında ise %32 oranında büyüyerek, 51.6 milyar dolardan 68.4 milyar dolara yükselmiştir. Ne var ki, dolar bazındaki hızlı büyümeye rağmen bankacılık sisteminin büyüklüğü 1993 yılı seviyesi olan 68.6 milyar dolara ancak ulaşabilmiştir. Toplam aktiflerin milli gelire oranı 51.6'dan %54'e yükselmiştir.

Son iki yılda sistemde gerçekleşen zararlar yanında, karlılık performansının düşmesi, ödenmiş sermaye ve rezervler yoluyla özkaynakların güçlendirilmesini sınırlamıştır. Her ne kadar 1995 yılında sistemin kar artışında %167 ile enflasyonun üzerinde bir artış kaydedilmiş olsa da, görece bir iyileşmeye rağmen ortalama özkaynak karlılığı enflasyonun gerisinde kalmaya devam etmiştir.

Bankaların karlılık performansını olumsuz yönde etkileyen nedenlerin başında ekonomide yüksek düzeyli enflasyon ve yaşanan belirsizlikler nedeniyle ekonomik birimlerin portföyleri içinde yabancı para cinsinden finansal aktiflerin payının artması, TL finansal aktiflerin son derece kısa vadelerde yoğunlaşması, faiz oranları ve döviz kurlarının sık aralıklarla değişmesi, ekonomik faaliyetin dalgalı bir eğilim izlemesi, yurtdışı kaynak kullanım imkanlarının daralması, yüksek düzeydeki munzam karşılık, disonibilite ve fon oranlarının kaynak maliyetini yükseltmesi gelmektedir. Bu arada, mali sektörün istikrarını sürdürebilmesi için gerekli en düşük faiz oranı ile reel sektörün ekonomik faaliyetini sürdürebilmesi için gerekli en yüksek faiz oranı arasındaki fark önemli ölçüde açılmıştır.

Hazine'nin kamu kesiminin borçlanma gereksinimindeki artış nedeniyle mali sektörden kaynak talebini sürdürmesi bankacılık sistemi için hem kullanılabilir kaynakların sınırlanmasına, hem de kaynak maliyetinin yükselmesine neden olmaktadır. Genel ekonomik

risklerin artmasına ek olarak, bankacılık sistemi en azından özkaynaklarının reel değerini korumak için yeni bilanço içi ve bilanço dışı riskler üstlenmek zorunda kalmaktadır.

Bankacılık sisteminin pasifleri içinde yabancı para kaynaklarının payı, yavaşlamasına rağmen, 1995 yılında da artmaya devam etmiş ve bilançonun hemen hemen yarısına, %48'ine ulaşmıştır. Bu oran 1993 yılında %43, 1994 yılında da %46.6 olmuştur. Pozisyon rizikini azaltmak ve aynı zamanda kur riski tebliğinden doğan yükümlülükleri karşılayabilmek için bankalar aktiflerinin %43'ünü döviz olarak tutmak zorunda kalmışlardır. Bu da bankaların TL cinsinden kaydi para yaratmalarını sınırlandırmıştır. Yabancı para aktiflerin toplam aktifler içindeki payı 1993 yılında %37, önceki yılda ise %45 olmuştur. Kaynaklar içinde yabancı para kaynaklarının payı artarken, aktifler içinde yabancı para aktiflerin payının düşmesiyle bankaların açık pozisyonu yeniden büyümüştür. Nitekim 1994 yılında hızla daralarak 4.4 milyar dolardan 0.8 milyar dolara küçülen açık pozisyon 1995 yılında 3.1 milyar dolara yükselmiştir.¹²⁸

IV. FİNANSAL KÜRESELLEŞMENİN YARATTIĞI SORUNLAR

Finansal küreselleşme ve entegrasyondan beklenen yararlar; rekabet, esneklik ve kaynak dağılımında etkinliğin sağlanması olarak özetlenebilir. Uluslararası finans piyasalarının gelişmesinin, finans kesiminde rekabeti arttırdığı ve piyasalara esneklik kazandırdığı açıktır. Ancak kaynak dağılımında etkinliği sağlayıp, sağlamadığı üzerinde durmaya değer.

Burada etkinlik kavramını, finansal sistemin, mümkün olan en düşük maliyetle finansman sağlama yeteneği olarak tanımlamak doğru olur. Bu aracılık maliyetini minimize etmesine değil, aynı zamanda finansal sistemin bütününe, nihai borç verene ödenen faizi minimize etme yeteneğine bağlıdır.

¹²⁸ Bankalarımız 1995, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No:196, 1996.

Konuya bu açıdan yaklaşıldığında, finansal liberalizasyonun yarattığı çeşitli sakıncalar ortaya çıkmaktadır. Faiz hadlerinin ve çeşitli mali varlık fiyatlarının gelecekte alacağı değerlere ilişkin belirsizliğin artması, borçveren açısından bir risk faktörüdür. Bu risk, borçverenin elindeki varlıkların sermaye değerinin bilinmesini güçleştirir. Diğer yandan her kredi işleminde geçerli olan ve borçlananın iradesi dışındaki etkenlere bağlı olarak ödeme taahhüdünü yerine getirmesini güçleştiren ödeme riski de, finansal istikrarsızlığın büyüdüğü ekonomilerde artar. Finansal liberalizasyon yoluyla dağılım etkinliği aranması, finansal istikrarsızlığı artırarak ve yatırımcıların finansman maliyetinin yükselterek, finansal sistemin üretim etkinliğini azaltır.

Gerçekten de geçtiğimiz 10-13 yıl, finansal küreselleşme ve entegrasyonun, daha büyük ekonomik istikrarsızlıklar ve hükümetlerin makroekonomik denetim gücünün azalması cinsinden bedellerini gösteren örneklerle doludur.¹²⁹ Finans piyasalarındaki küreselleşmenin Dünya Ekonomisi'nde yarattığı ilk olumsuz etki 1987 borsa krizidir. 19 Ekim 1987'de ABD borsasında %22.6 oranında fiyat düşüşü gerçekleşmiştir. Bu oran bir günlük net kaybın 500 milyar dolara ulaştığını göstermesi açısından ilginçtir. Aynı borsadaki bir haftalık değersizleşme 1 trilyon dolara kadar çıkmıştır. Merkez ülkelerdeki tüm borsaları etkileyen bu süreçteki kayıplar, 1929 krizindeki kayıpları da aşan düzeyde gerçekleşmiştir.¹³⁰ 1980'lerin başlarında parasal genişlemeyi sınırlamak için iç faiz hadlerini yükselten İngiltere, kısa vadeli yabancı sermaye girişi ve parasının hızla değer kazanması gibi beklemediği bir durumla karşılaşmıştır. Bu durum hükümetin uyguladığı sıkı para politikasının başarısını zorlaştırırken, dış ticaret açıklarının da büyümesine neden olmuştur. İngiltere bu deneyimin zıddını 1992 sonbaharında yaşadı. Ağır bir ekonomik durgunluk ve artan işsizliğin hüküm sürdüğü ülke, faiz hadlerini düşük düzeylerde tutmaya çalışırken, büyük çaplı bir sermaye kaçıyla yüzyüze geldi.¹³¹

¹²⁹ Ogun, Ön. ver., s.42.

¹³⁰ Mehmet Şişman, "Uluslararası Finans Piyasalarında Serbestleşme: Nedenleri ve İlk Sonuçları", M.Ü. İktisat Araştırmaları Dergisi, C.1, S.2, (İstanbul, 1996), s.138.

¹³¹ Ogun, Ön. ver., s.43.

1990 yılında diğ er bir olumsuz geliş me Japonya'da gerçekleş miştir. New York'taki düş üşt en daha fazla bir düş üş le, Japon Nikkei endeksi %40 değ er kaybetmiştir. Bu geliş menin reel kesimdeki etkileri Japonya'da halen sürmektedir. Uluslararası finans piyasalarındaki serbestleş menin Çevre ülkelerdeki olumsuz etkileri incelendiğ i üzere 1994 Türkiye krizinde ve 1995 Meksika krizinde göz lenmiştir.¹³² OECD raporuna göre Meksika ekonomisi, 1995 yılının ikinci dört aylık döneminde bir önceki döneme göre %10.5 daralmış tır. Enflasyon ise 1994'de %7'den, 1995'de %50'ye yüks elmiş tir. Bu arada Zedillo hükümeti uluslararası mali piyasalara güven vermek için özelleşt irmeyi hızlandırmış tır, kamu harcamalarında GSMH'nin %1.6'sına muazzam kısıntılar yapmış tır. VAT'yi %10'dan %15'e çıkarmış tır, petrol ve elektrik fiyatlarını yüks eltmış tır. Ancak tüm bunlar olurken işsizlik %10'un üzerine çıkmış tır. Grevler, gösteriler, günlük yaşamın bir parçası haline gelmiş olup, artan işsizliğ in ve açlığ in etkisiyle büyük şehirlerde suç oranı çığ gibi büyümüş tür. Ekonomik krizi engellemek için devreye sokulan istikrar politikaları, ekonomiyi düze çıkaramamış tır, ama bir sosyal krize yol açmıştır.

Meksika "mucizesinin" yaratıcısı IMF'nin yapısal uyum programları olduğ una göre yaşanan krizle de bu programlarının bir ilgisi olsa gerek. 1982'deki borç krizinden sonra devreye sokulmaya baş layan IMF'nin Yapısal Uyum Programı'nın içeriğ i şöyle özetlenebilir: Kamu harcamalarının, özellikle sosyal harcamaların kısılması; ücret artışlarının sınırlandırılması hatta ücretlerin düşürülmesi; tarım ve sanayide desteklerin kaldırılarak iç fiyatların dünya fiyatları düzeyine getirilmesi, iç pazarın dış rekabete açılması; yabancı yatırımcıları ve sermaye hareketlerini teşvik edecek yasal ve kurumsal reformların uygulanması; ihracatçının rekabet gücünü arttırmak için paranın sürekli devalüe edilmesi ve ihracatın, vergi iadesi, teşvik vb. ile desteklenmesi; böylece tüm kaynakların borç ödemeye yönlendirilmesi. Merkez ülkelerin, gelişmekte olan ülkelerde, borç krizi sırasında batırdıkları paranın kurtulması yönünde işleyen bu politikalarda 1980'lerin sonuna doğru ilginç bir değ iş iklik oldu. Programın bir maddesi, sürekli devalüasyon eğilimi, yerini IMF'nin devalüasyona karşı direnen, paranın değ erli tutulması için sıkı para politikası, yüksek faiz

¹³² Şişman, Ön. ver., s.138.

öneren politikalarına bıraktı. Bu değişiklik, mali piyasaların globalleşmesi, kısa dönemli sermaye hareketlerinin hızla gelişmesi ve bunu tamamlayan "yükselen piyasalar" edebiyatı ile de çakışıyordu.

Peki bu yapısal uyum programında kim nereye uyum sağlıyor? Meksika ve Türkiye gibi ülkelerde, bu programların uygulanmasına rağmen, bir zaman sonra krizin geri gelmesi üzerine bu soruyu sormak gerekmez mi? Bu soruya cevap verebilmek için, ülke ekonomileri dışa açıldıktan ve özelleştirme başladıktan sonra ulusal paranın değerinin sabit hatta görece olarak yüksek tutulmasının mantığına bir başka açıdan bakmak gerekli. Birincisi, ulusal paranın değerli olması ihracat fiyatlarını yükselterek, gelişmekte olan ülkelerin mallarının gelişmiş ülkelerin piyasalarında rekabet gücünü sınırlıyor. İkincisi, bu zaafı giderebilmek için, tüm basınç üretim maliyetleri üzerinde yoğunlaşıyor. Ancak ulusal paranın değerli tutulması faizlerin yüksek olmasını gerektirdiği için, ister istemez kaynak maliyetleri olumsuz etkileniyor. Maliyetleri düşürmek için, geriye ücretlerin sürekli düşürülmesi, iş disiplininin artması ve makinalaştırarak işçi çıkarmak kalıyor. Böylece bir taraftan düşük ücretler çokuluslu şirketler için verimli bir yatırım ortamı hazırlıyor. Üçüncüsü, ulusal dövizin aşırı değerli olması ithalat maliyetlerini düşük tutuyor, ithal mallarının, yerli mallar karşısındaki rekabet gücünü artırıyor. Bu politikalar, gelişmekte olan ülkelerin piyasalarını merkez ülkelerin lehine derinleştiriyor. Giderek bir fasit daire oluşturuyor: dış ticaret açığı artarken, ulusal ekonominin üretken temeli zayıflıyor ve ithalat bağımlılığı artıyor. Bu ülkelere sıcak para girdiği zamanlar ülke ekonomisi büyüyor, bu para kaçınca da ekonomi daralıyor vb...

Görüldüğü gibi yapısal uyum programları, gerçekte, gelişmekte olan ülkelerin, global sermayenin yatırım gereksinimlerine uyum sağlamasına yarıyor. Bu uyum sağlama ise şu sırada Meksika ve Türkiye'de görüldüğü gibi adeta bir eroin bağımlılığına dönüşmüş durumda.¹³³

Finansal küreselleşmenin öncüsü olan finansal liberalleşmenin büyük bir rahatlıkla benimsenmesinde, 1980'lere egemen olan iktisadi düşüncenin rolü büyüktür. Bu düşünce

¹³³ Ergin Yıldızoğlu, Globalleşme ve Kriz (İstanbul: Alan Yayıncılık, 1996), s.269-271.

ekonomik sorunların serbest piyasa işleyişine müdahalelerin kalkmasıyla çözülebileceği inancından hareket ediyordu. Gelişmekte olan ülkelerde de liberalleşmenin gerisindeki temel dürtü, müdahaleci finansal politikaların 1980'lerin krizinin ana nedenlerinden biri olduğu nosyonuna dayanıyordu. Buna göre, mali liberalleşme tasarrufları arttırarak ve genel ekonomik etkinliği geliştirerek büyüme ve istikrar sağlayacaktı. Finansal küreselleşme bu beklentileri karşıladı mı?

Herşeyden önce finansal küreselleşmenin yarattığı maliyetlerin yüksekliği, bu soruya olumlu yanıt verilmesini güçleştirmektedir. Bu maliyetler "finansal varlıkların fiyatlarındaki uyumsuzluklar ve bunun kaynak dağılımında etkinliği azaltması, varlık fiyatlarında kısa dönemde meydana gelen dalgalanmalar ve bunun sonucunda belirsizliğin büyümesi, vadelerin kısalması ve faiz hadlerinin yükselmesi, spekülative varlık alımı ve tüketim amacıyla aşırı borçlanma ve bunun neden olduğu idame ettirilemez borç stokları, artan finansal kırılma ve azalan hanehalkı tasarrufları ile ticaret ve sanayinin ihtiyaçlarına uygun faiz haddi ve döviz kuru politikaları izlenmesinde otonominin kaybı" olarak ifade edilebilir.

Özetlemek gerekirse, finansal küreselleşmenin yol açtığı sonuçlar şu noktalarda toplanabilir:

- Finansal küreselleşme, Bretton Woods Sistemi'nin yıkılmasını izleyen kaotik ekonomik konjunktürde, uluslararası ekonomik entegrasyonun güçlenmesinde önemli bir rol sahibidir. Söz konusu konjunktürün ana özellikleri, döviz kurları ve faiz hadlerindeki dramatik boyutlara varan dalgalanmalar, büyüyen dış dengesizlikler ve yükselen yeni korumacılıktır.

- Finansal küreselleşme yeni uluslararası finansman olanakları yaratmıştır. Bu bağlamda, ekonomik gelişmede, bilgi, organizasyon ve girişimciliğin görece öneminin artmasında pay sahibidir.

- Finansal küreselleşme, finansal derinleşme temelinde gelişen bir süreçtir. Finansal derinleşmenin karakteristikleri, mali araç, tür ve tekniklerinin gelişmesi, mali işlem hacminin mutlak ve görece anlamda büyümesi ve çeşitlenmesidir. Finansal derinleşmenin yarattığı en olumsuz sonuçlardan biri, reel sektörle mali sektör arasındaki kopukluğu görülmemiş boyutlara ulaştırmasıdır. Bu kopukluk, ciddi ekonomik sorunların tohumunu bünyesinde taşımaktadır.

- Finansal derinleşme, spekülasyon ekonomik faaliyetleri özendirilmekte, riski ve belirsizliği büyütmektedir. Bu nedenle hem reel sektörün gereksinimlerini karşılayamamakta, hem de krizlerin derinleşmesine neden olmaktadır. Finansal küreselleşme ise buna ek olarak, ulusal makro ekonomik politikalarda denetimi güçleştirmekte ve finans piyasalarında patlak veren krizlere kısa sürede uluslararası bir nitelik kazandırmaktadır.¹³⁴

V. FİNANSAL KÜRESELLEŞMENİN ETKİNLİĞİNİ SAĞLAMADA ALINACAK ÖNLEMLER

Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının beklenen etkileri yapıp yapmaması, bir yandan bu politikaların uygulama biçimlerine diğer yandan da uygulandığı ülkelerdeki mali sistemlerin gösterdiği yapısal özellikler ve bu ülkelerdeki makro ekonomik koşullara bağlıdır. Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal liberalizasyon politikalarının etkinliği ile ilgili tartışmalar ortaya aşağıdaki sonuçları çıkartmaktadır;

- Herşeyden önce başarılı bir liberalizasyon politikası uygulaması için fiyat istikrarının ve daha genel olarak da makro ekonomik istikrarın sağlanması gerekir. Bunun yanı sıra finansal reform sürecinden geçen ülkeler yeteri kadar derinlik taşımayan mali piyasalara sahip iseler, tek başına faiz oranlarının serbestleştirilmesi, etkin bir liberalizasyon politikası için yeterli olmamaktadır. Yine, gerekli önceliklere yer vermeyen ve uygun bir

¹³⁴ Ongun, Ön. ver., s.45-46.

biçimde tasarlanmayan liberalizasyon politikaları, finans sisteminin istikrarsızlığa düşmesine ve nihai olarak da makro ekonomik istikrarın bozulmasına yol açmaktadır.

- Finansal piyasaların görece olarak küçük olduğu bir ekonomide, sermaye hareketleri tamamen serbest bırakılır ve yurtiçi faiz oranlarına uygulanan tavanlar ortadan kaldırılırsa bu durum sermaye hareketlerini, döviz kurundaki değişiklik beklentilerine karşı oldukça duyarlı olması sonucunu doğurur. Bu da yurtiçi faiz oranlarının uzun dönem denge seviyesinden önemli ölçüde saparak, dalgalanmasına ve daha sonra yükselmesine neden olur. Öte yandan eğer hükümetler, yurtiçi faiz oranlarını kontrol altında tutma girişiminde bulunurlarsa, ülke dışına önemli miktarda sermaye kaçışı olabilir. Burada izlenebilecek birinci en iyi politika döviz kuru bekleyişlerindeki değişimleri ortadan kaldıracak istikrarlı bir makro ekonomik ortamın gerçekleştirilmesidir. Bu sağlanmadığı takdirde nispeten küçük ve derinlik kazanmamış piyasalara sahip olan ülkeler, ikinci en iyi politikayı izleyerek sermaye hareketleri üzerindeki bazı kısıtlamaları sürdürür ve faiz oranlarını kontrol altında tutabilirler.

- Bankacılık sistemi üzerinde yoğunlaşan finansal liberalizasyon uygulamaları, bir takım kısıtlamaları da beraberinde getiriyor gibi gözükmektedir. Bu kısıtlamalar banka işletmelerinin hem parasal hem de mali aracılık fonksiyonlarını yerine getirmeleri ile ilgilidir. Özellikle makro ekonomik dengesizliklerin arttığı durumlarda bu iki fonksiyon aynı yönde çalışmamaktadır. Çünkü sıkı para politikası izlendiğinde bankacılık sisteminin aktif ve pasif kalemlerindeki büyümenin önüne geçilmektedir. Finansal liberalizasyon politikaları, istikrar politikaları ile eşanlı olarak sürdürüldüğünde, enflasyonu önlemeye dönük olarak izlenen para politikaları, bankaların mali aracılık fonksiyonlarını güçlü kılan uygulamaların etkisini zayıflatmaktadır.

- Aşırı derecede yüksek pozitif reel faiz oranları, oldukça yoğun bir şekilde baskı altında tutulmuş olan negatif reel faiz oranlarında olduğu gibi önemli makro ekonomik dengesizliklere yolaçabilir. Finans reformunu gerçekleştiren ülkelerin yaşadıkları deneyimlerinde ortaya koyduğu gibi, tasarruf sahiplerini ödüllendiren yüksek pozitif reel faiz oranlarını sürdürme ihtiyacı ile yeni yatırımları finanse edecek kaynakların maliyetini daha da

düşürme zorunluluğu arasında açık bir çelişkili durum vardır. Bu arada etkinlikten uzak ve oligopolcü nitelikler taşıyan para ve kredi piyasalarının tipik özelliklerine sahip olan gelişmekte olan ülkelerde, liberalizasyon uygulamalarının dozundaki her ani yükseliş gerek nominal gerekse reel faiz oranlarını her ikisinde de arzu edilmeyen sıçramalar meydana gelmesine yol açmakta bu da enflasyonun yüksek seviyelerde seyretmesine zemin hazırlamaktadır.

- Finansal liberalizasyonun bir sonucu olarak, finansal sistemin nasıl ve hangi oranda derinlik ve genişlik kazandığını ölçmek için kullanılan göstergeler, M2/GSYİH ve M2Y/GSYİH oranlarıdır. Bununla birlikte, bu oranlardaki her yükselme finans sektöründeki kaynakların daha etkin kullanıldığını ve üretken alanlara yöneldiğini göstermemektedir. Çünkü söz konusu oranlardaki dalgalanmalar her zaman finansal sistemin gösterdiği gelişmelere bağlı olmamaktadır.

-Finansal liberalizasyon kuramı, tamamen serbestleştirilmiş bir finans sisteminin etkin bir şekilde çalışacağını varsaymaktadır. Bununla birlikte, uzun bir mali baskı süreci yaşanmış olan gelişmekte olan ülkelerde, fon arz ve talebinde bulunanlar, banka ve diğer finansman kuruluşlarının yöneticileri ve ilgili kamu otoritelerinin, daha rekabetçi bir sistemle ilgili yeni araç ve yöntemlerle donatılacak şekilde eğitilmedikleri dikkate alınmalıdır. Bununla ilgili bir diğer husus da ; iyi çalışan bir bilgi akımı ve muhasebe sistemi ile birlikte gerekli yasal ve kurumsal düzenlemeler üzerine kurulmuş ve etkin bir denetim mekanizmasını gerçekleştirmiş olan bir finansal alt yapının kurulması konusundaki büyük gereksinimdir. Bu gereksinim yerine getirilmediği takdirde, finansal liberalizasyon politikalarının finans sistemini daha etkin ve rekabetçi bir yapıya dönüştürülebilmesi mümkün görülmemektedir.

- Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal liberalizasyon deneyimleri, gelişmiş ülkelerdeki liberalizasyon sürecinin bir kopyası gibi düşünülmemelidir. Gelişmiş ülkelerde başarılı sonuçlar vermiş olan liberalizasyon politikaları, gelişmekte olan ülkelerdeki finans sistemlerine uygun düşmeyebilir. Zira herşeyden önce gelişmiş ülkelerde finans sistemi, gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi kamu kesiminin önemli bir gelir kaynağını

oluşturmamaktadır. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde iyi örgütlenmiş sermaye piyasaları etkin kredi değerlendirme ve risk derecelendirme sistemleri, yüksek kalitede muhasebe standartları ve yatırım fırsatlarını iyi görebilen çok sayıda finansal kuruluş mevcuttur. Yine, gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, burada bankalarla sanayi kuruluşları arasında organik bağlar yoktur. İşte bu türden farklılıklar nedeni ile, gelişmekte olan ülkelerdeki finansal liberalizasyon politikaları beraberinde önemli bazı sorunları da getirmektedir. Bu yüzden, söz konusu ülkelerde kademeli bir liberalizasyon süreci tercih edilmelidir.

- Her iki tip ekonomide yaşanan finansal reform deneyimleri akla şöyle bir soruyu getirmektedir: Acaba otoriteler, ekonomiyi dengesizliğe düşürecek şoklara yol açmadan, devlet müdahalelerinin mali baskı oluşturan unsurlarını ortadan kaldırmada nasıl bir yöntemi takip etmelidir? Burada iyi bir finansal altyapının kurulmasına dönük adımlar atılırken ve ekonominin hem mali hem de reel kesimlerindeki tekelci yapılar azaltılırken, tam bilgiye dayalı olan piyasaya dönük bazı göstergelerin geliştirilmesi, pratik bir çözüm gibi görülebilir.¹³⁵

*Bülent
Kandemir*

¹³⁵ Kadir Escri. Ön. ver., s.96-98.

SONUÇ

1980'li yıllarda diğer az gelişmiş ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de 24 Ocak 1980 Kararları ve izleyen dönemde devreye sokulan liberalizasyon tedbirleri ile finansal küreselleşme adına önemli gelişmeler kaydedilmiştir. IMF ve Dünya Bankası destekli olarak uygulanan finansal küreselleşmenin öncüsü olan finansal liberalizasyon politikaları ile, ekonomide tasarruf oranının arttırılabileceği, bu yolla üretken yatırımlara daha fazla kaynak aktarımı yapılabileceği ve sonuçta istikrarlı bir büyümenin sağlanabileceği öne sürülmüştür. 1980'li yılların finansal liberalizasyon sürecinin entellektüel temelini oluşturan bu yaklaşımın temel dayanak noktalarından biri de piyasaların, özellikle mali piyasaların etkin ve tam rekabetçi olduğu varsayımdır. Burada "etkinlik", bilgisel, işlemsel ve dağıtımsal etkinliği içermektedir.

Ekonomide farklı kesitlerde yeralan aktörlerin aynı bilgiye ulaşmak için farklı maliyetlerle karşılaşmaları, bilgi dağılımının mükemmel olmayışı böyle bir varsayımın geçersizliği yönündeki eleştirilerin başında yer almaktadır. Asimetrik bilgi dağılımı olarak adlandırılan bu aksak yapı, (riskin ve bilginin alınıp satıldığı) finansal piyasalarda iki önemli sorunu da beraberinde getirmektedir; hatalı seçim ve ahlaki risk. Asimetrik bilgi dağılımı nedeniyle hatalı seçim işlem-öncesi sürece, ahlaki risk ise işlem-sonrasına ait bir problemdir.

Hatalı seçim, fon arzedenin fon talebeden kesim hakkında yeterince bilgi (risklilik düzeyi gibi) edinmemesinden ve dolayısıyla sağlıklı değerlendirme yapamamasından kaynaklanmaktadır. Ahlaki risk, fon aktarımı gerçekleştikten sonra fon arzedenin fonu kullanan tarafın faaliyetlerini izleyememesi ile ilgilidir. Bu kısa açıklamadan sonra finansal liberalizasyon politikalarının ülkemiz açısından sonuçlarına bakalım.

1. Uygulanan finansal liberalizasyon politikaları, pozitif reel faize geçişte başarılı olmuştur.
2. 1980 sonrası dönemde ister M2/GSMH ve M2Y/GSMH gibi geleneksel, ister (Mali Varlık Stoku) MVS/GSMH gibi en uçta yer alan ölçütler kullanılsın, Türkiye'nin finansal yapısının derinleştiği açıktır.
3. Ancak bu finansal derinleşme sürecinin, ekonomide toplum tasarruf eğilimindeki gelişmelere tam anlamıyla yansımadağı düşünülmektedir. Toplam yurtiçi tasarruflarının GSMH içindeki büyüklüğü 1980-88 döneminde artma, sonraki dönemde düşme eğilimindedir. Ne varki yapılan çeşitli ekonometrik sınamalar, (Sak,1994; Uygur 1993) söz konusu gelişmelerin faiz oranıyla pozitif ilişki açısından istatistiksel bir döneme sahip olmadığı sonucuna varmıştır. Ayrıca özel tasarruf artışlarının yüksek olduğu yıllarda, reel gelir artışlarının da geçmiş yıllara göre yüksek seyretmesi, ülkemizde tazarrufların faizin değil, gelirin fonksiyonu olduğunu düşündürmektedir.
4. Sabit fiyatlarla tüketim harcamaları dikkate alındığında 1990 yılında 1980 yılına göre % 99 oranında bir artış söz konusudur.Düşük gelir seviyesi nedeniyle tüketim meyli yüksek olan ülkemizde,yüksek faiz oranlarının ek bir harcama artışına neden olduğu düşünülmektedir.
5. Ülkemizde 1980 sonrası dönemde toplam özel yatırımların reel olarak gelişme gösterdiği saptanmıştır. Ancak ülkemizdeki özel sektör yatırımlarının sektörler ve yıllar itibariyle dağılımı incelendiğinde, enerji, konut, ulaştırma-haberleşme ve tuizm sektörlerinin en büyük artışları gerçekleştirdikleri görülmüştür. Bu sektörler 24 Ocak Kararları'nın ruhuna

da uygun olarak devlet teşviği alarak gelişme kaydetmişlerdir. Bu nedenle reel özel yatırımlarda görülen artışların faizden bağımsız ve devlet öncülüğünde olduğunu söyleyebiliriz. Yine 1980 sonrası dönemde, ekonominin üretken kapasitesinin genişlemesinde birincil ve dolaysız bir öneme sahip olan imalat sanayi yatırımları, gerek özel gerekse kamu kesimi yatırımları içindeki payı önemli ölçüde gerilemiştir. Bu dönemde gerçekleştirilen yatırımlar daha çok, üretime dolaysız katkı sağlamayan yatırımlardır. Ayrıca 1980 yılında %50 olan kapasite kullanım oranının, 1990 yılında %75.8 gibi yüksek düzeylerde seyretmesi yeni yatırım yapmanın güçlüğünden kaynaklanan bir gelişme olarak yorumlanabilir. Yüksek faiz uygulaması, firmaların öz-sermaye ve borç oranlarının sermaye lehine değiştirilmesi kararına yönelmelerine neden olmuştur. Belki de en önemli katkısı bazı sanayi firmalarının sadece öz-kaynak kullanarak yatırım yapabilecek bir potansiyele kavuşmalarıdır. Böylece borçlanmayı asgari düzeylere indirerek ekonomik anlamdaki tüm üretim kapasitesinin harekete geçirilmesi yüksek faiz uygulamasının sonucu olmakta ve enflasyonun aşağıya çekilmesinin üzerinde olumlu etkileri bulunmaktadır. Keynezyen Modelde olduğu gibi sermayenin marjinal verimliliği faiz maliyetlerinin üzerinde olduğu sürece yatırım talebinin devam edeceği kabul edildiği durumda, ülkemizde imalat sanayi yatırım talebinin azalmasını ekonomik istikrarsızlık, olumsuz talep beklentileri ve sermayenin "beklenen" karlılığının 80 öncesi döneme oranla azalmış olması gibi nedenlere bağlayabiliriz.

6. Bankacılık kesiminin finansal liberalizasyon sonrası dönemde büyüme kaydettiği görülmüştür. 1980 yılında %28.3 olan bankacılık kesimi toplam bilanço büyüklüğünün GSMH içindeki payı, 1993 yılında %55.6 gibi rekor bir seviyeye ulaşmıştır. Söz konusu olgu, bankacılık sisteminin ekonomide kontrolü altında tuttuğu fonların ulaştığı büyüklük açısından önemli bir göstergedir.

7. Ancak, Türk mali sisteminin en büyük bileşeni konumundaki bankacılık sektörünün ekonomi içindeki görece hacmi artarken, finansal liberalizasyonun nihai amacı olan üretken yatırımlara kaynak aktarım sürecinde yeterince başarılı bir performans göstermediği düşünülmektedir. 80 sonrası dönemde, toplam mevduatların, pasiflere oranı, kredilerin aktife oranından daha yüksek bir artış hızına sahiptir. Hatta, kredilerin toplam

aktife oranı belli bir dönemden sonra düşüş kaydetmektedir. Ayrıca 80 sonrası dönem itibariyle, toplam banka kredileri içerisinde sanayi sektörünün payı azalma eğilimi göstermiş, iç ticaretin finansmanına yönelik krediler ise artış eğilimine girmiştir.

8. Kamunun giderek artan oranda mali piyasalardan fon toplamak durumunda kalması, bu döngüyü çalıştırabilmek için riski sıfır olarak kabul edilen kamu borçlanma araçlarına uygulanan faiz oranlarının sürekli olarak yukarıya çekmesini zorunlu kılmıştır. Kamu borçlanma gereğindeki artışın, mali sistemde yarattığı kalabalıklaşma etkisi, banka bilançolarına da yansımış, sonuçta bankalar tarafından reel kesime aktarılabilecek fonların daralmasına yol açmıştır.

9. Kamunun bütçe açığının giderilmesinde yapısal önlemlerin, konjonktürel nedenlerin de etkisiyle alınmamış olması; borç-faiz kısır döngüsünün artarak devam etmesine yol açmış; bu ise faizin borçla finansmanı biçiminde aşırı spekülasyon bir hal almıştır. Sonuçta kamu, piyasadan daha fazla fon çekebilmek için çok daha yüksek faiz vermek zorunda kalmıştır.

10. Devletin artan iç borçlanmasının sonucu olarak reel faizler dünya piyasalarındaki oranlarının oldukça üzerine çıkmış, bu ise ticari bankaları yurtdışından kısa vadeli borçlanma yolu ile döviz bulup, bunları iç piyasada TL'ye çevirip, ya devlete, ya da tüketicilere borç vermeye yöneltmiştir. Bunun sonucu olarak bankaların döviz cinsinden olan yükümlülükleri, döviz varlıklarını büyük oranda aşarak, döviz piyasalarındaki spekülasyon hareketleri körüklemiştir. Bu ise 94 krizi öncesi, döviz piyasalarındaki istikrarsızlığı ve dolayısı ile genel makro ekonomik istikrarsızlığı arttıran önemli bir faktör olmuştur. TL'nin \$ karşısındaki değeri Kasım 1993-Nisan 1994 arasında %162.9 oranında düşmüştür. Ne varki Eylül 94 tarihinden sonra yeniden TL'ye değer kazandırma sürecine girilmiş ve kısa vadeli sermaye girişlerini özendirici uygulamalardan vazgeçilmemiştir.

1995 yılı itibariyle bankaların açık pozisyonlarının yeniden büyümeye başlaması, TL'nin yeniden değer kazanma sürecine girmesi, 1995'de 425.6 trilyon TL olan Kamu Kesimi Borçlanma Gereği'nin 1996'da tahmini olarak 1 katrilyon 420 trilyon TL'ye

yükselmesi, 1996'da dış ticaret açığının önemli boyutlarda büyümesi ve yine cari işlemler dengesinin 95 yılına göre tahmini üç katı oranında açık vermesi gibi örnekler, ekonomimizde 94 krizi öncesi yaşanan gelişmelerle paralellik göstermektedir.

Ayrıca dünyanın sayılı rating kuruluşlarından biri olan Standart&Poors'un 13 Aralık 1996 tarihinde ülkemizin uzun vadeli kredi notunu bir kademe indirerek, B+'dan B'ye düşürmesi, Türkiye'yi "çok riskli ülke" sınıfına sokmuştur. Uzun vadeli kredi notunun düşürülmesi, Türkiye'de mali yapının bozulduğunu ve buna bağlı olarak borç ödeme kapasitesinin azaldığını göstermektedir.

Ekonomide kamu maliyesi disiplin altına alınmadan ve istikrar sağlanmadan, makroekonomik dengeler kurulmadan uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının daha büyük makroekonomik dengesizlikler yarattığı, Arjantin, Şili, Meksika gibi ülkelerin deneyimleriyle de sabitlenmiştir. Ülkemizde de etkin bir finans sistemi için kamu borçlarının makul seviyelere indirilmesi zorunludur. Ne varki kamu açığının kapatılmasında borcun borçla finansmanı yönteminden vazgeçilerek, kamu gelirlerinin artırılması yönünde önlemlerin alınması, gerek kamu gerekse özel sektörün üretkenliğini arttıracak uzun vadeli kalkınma planlarının bir an önce yürürlüğe girmesi kaçınılmaz görünmektedir. Kapasite kullanım oranlarının daha fazla arttırılamayacağı ve özel sektör yatırımlarının devlet bağımlılığı gözönüne alındığında, üretime dolaysız katkı sağlayan yeni yatırımların teşviği ülkemiz açısından gereklidir.

Sonuç olarak finansal gelişmenin başlı başına bir amaç değil, ülkenin büyümesine ve sermaye birikimine hizmet etmesi gereken bir araç olduğu mantığından hareketle, kısmi de olsa bir takım liberalizasyon politikalarından vazgeçerek, finansal yapıyı, uygun müdahalelerle daha iyi çalıştırabilmenin, kalkınma amaç ve hedefleriyle uyumlaştırabilmenin yolları aranmalıdır.

KAYNAKÇA

Akdiş, Muhammet. Faiz Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri ve Türkiye. Ankara: Yimder Yay., 1995.

Akgüç, Öztin. 100 Soruda Türkiye'de Bankacılık. İstanbul: Gerçek Yayınevi, 1987.

Apak, Sudi. Uluslararası Finansal Teknikler. İstanbul: Emlak Bankası Yayınları, 1992.

Aşıkoğlu, Rıza. Sermaye Piyasası Aracı Olarak Enflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1983.

Ayaydın, Aydın. Para Arzı Enflasyon İlişkisi. Ankara: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yay., 1993

Bankalarımız 1995. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 1996.

Büyükdeniz, Adnan. Türkiye'de Faiz Politikaları, İstanbul: Bilim ve Sanat Vakfı, 1991.,

Cangöz, M. Coşkun ve Gonca Demirci Erdener. "Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Bir İnceleme: 1985-91," Hazine ve Dış Ticaret Dergisi. Ankara: HDTM Yayın, 1993.

Civan, Mehmet. Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 1994.

Çapanoğlu, M. Birol. Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları. İstanbul: Beta Yay, 1993.

Çavdar, Tevfik. Türkiye'de Liberalizm. Ankara: İmge Kitabevi, 1992.

Çiftçioğlu, Serhan. "Türkiye Ekonomisindeki Krizin Rasyonel Beklentiler Yaklaşımı ile Analizi," Ekonomik Yaklaşım. 5,12:15, Ankara: Gazi Ün. Yayınları, 1994.

Ekren, Nazım. Uluslararası Bankacılık ve Türkiye Örneği. Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1987.

Eser, Kadir. "Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği," Ekonomik Yaklaşım. 4,10:89, Ankara: Gazi Ün. Yay., 1993.

Eser, Uğur. "Küreselleşme: Tehdit mi Yoksa Fırsat mı," Ekonomik Yaklaşım. 6,17: 5, Ankara: Gazi Ün. Yayınları, 1995.

Eş, Mecit. Kuruluş Döneminde (1961-1982) Türkiye Sermaye Piyasası. Kütahya: Anadolu Ün. Yay., 1989.

Fettahoğlu, Abdurrahman. Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yay., 1991.

Gücenme, Ümit. Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 1994.

Hatiboğlu, Zeyyat. Bilinmeyen Türkiye Ekonomisi. İstanbul: Lebib Yalkın Yay., 1995.

Karlık, Rıdvan. Küreselleşen Dünyada Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar ve Entegrasyonlar. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, 1995.

✓ Karluk, Rıdvan. Türkiye Ekonomisi. İstanbul: Beta Yay., 1996.

Kazgan, Gülten. Ekonomide Dışa Açık Büyüme. İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi, 1985.

Kazgan, Gülten. Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'nin Yeri. İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi, 1995.

✓ Ongun, M. Tuba. "Finansal Globalleşme," Ekonomik Yaklaşım. 4, 9:35, Ankara: Gazi Ün. Yayınları, 1993.

Önder, İzzettin ve Oktar Türel, Nazım Ekinci, Cem Somel. Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar. İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1993.

✓ Pamuk, Şevket. Osmanlı Ekonomisinde Bağımlılık ve Büyüme. İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yay., 1994.

✓ Parasız, İlker. Para Politikası. Bursa: Ezgi Kitabevi, 1993.

✓ Parasız, İlker ve Kemal Yıldırım. Uluslararası Finansman. Bursa: Ezgi Kitabevi, 1994.

Parasız, İlker. Para Banka ve Finansal Piyasalar. Bursa: Ezgi Kitabevi, 1994.

✓ Parasız, İlker, Kriz Ekonomisi ve 5 Nisan 1994 Kararları. Bursa: Ezgi Yay., 1995.

Sanin, Levent. "Küreselleşme Tartışmaları Üzerine Bazı Notlar," Ekonomik Yaklaşım. 5,14:97, Ankara: Gazi Ün. Yayınları, 1994.

✓ Sevil, Güven. Finansal Kurumlar. Eskişehir: Anadolu Ün. Açıköğretim Fak. Yayınları, 1994.

Seyidoğlu, Halil. Uluslararası İktisat. İstanbul: Güzem Yayınları, 1996.

Şaylan, Gencay. Değişim Küreselleşme ve Devletin Yeni İşlevi. Ankara: İmge Kitabevi, 1995.

- Soral, Erdoğan. "Türkiye Siyasal ve Ekonomik Bunalımı Aşabilir mi?" Cumhuriyet. 05 11 1996. s.2.
- Şıklar, İlyas. "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar." Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi SBE, 1991.
- Şişman, Mehmet. "Uluslararası Finans Piyasalarında Serbestleşme: Nedenleri ve İlk Sonuçları," M.Ü. İktisat Araştırmaları Dergisi. 1,2:138. İstanbul, 1996.
- Tezel, Yahya S. Cumhuriyet Döneminin İktisadi Tarihi. İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yay., 1994.
- Toprak, Metin. Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler. Ankara: Turhan Kitabevi, 1996.
- Uluğbay, Hikmet. "Mali Liberalizm ve Borç Krizi," İktisat Dergisi. İstanbul: İ.Ü.İ.F. Mezunları Cemiyeti Yay. Organı, 1996.
- Uras, Güngör. "Fakirimiz de fakir, zenginimiz de fakir," Yeni Yüzyıl. 04 11 1996. s.5.
- Uysal, Yaşar. "Türkiye'de Sermaye Piyasası ile İMKB'deki Sorunlar," Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi SBE, 1994.
- Yazgıç, Banu. "Türkiye'de İzlenen Faiz Politikalarının Bankacılık Kesimi Üzerine Etkileri," Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi SBE, 1995.
- Yeni Yüzyıl. 18.10.1996. s.9.
- Yıldırım, Kemal. Talep Yönlü Makroekonomik Politikaların Etkinliği. Eskişehir: Anadolu Ün. Basımevi, 1992.
- Yıldırım, Sevdil ve U. Oğuz Altun. "Türk Bankacılık Sisteminin Değerlendirilmesi: 1980-1993 Deneyimi," Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü, Ankara: SPK Araştırma Dairesi Yayınları, 1995.

Ø Yıldızoğlu, Ergin. Globalleşme ve Kriz. İstanbul: Alan Yayıncılık, 1996.

Yüksel, Ali Sait ve Gültekin Rodoplu. Sermaye Piyasası. İstanbul: Formül Matbaası, 1980.

1996 Yılı Başında Türkiye Ekonomisi. İstanbul: İstanbul Sanayi Odası Yayını, 1996.