

**ÖDEMELER DENGESİ, KAMU AÇIKLARI VE
FİNANSAL GELİŞME: TÜRKİYE 1980-1999**

B. Gülümser KAYTANCI
(Yüksek Lisans Tezi)

26.02.2015
Baskın

**ÖDEMELER DENGESİ, KAMU AÇIKLARI VE FİNANSAL GELİŞME:
TÜRKİYE 1980-1999**

B. Gülümser KAYTANCI

YÜKSEK LİSANS TEZİ
İktisat Anabilim Dalı
Danışman: Prof. Dr. İlyas ŞIKLAR

Eskişehir
Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Eylül 2000

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZÜ**ÖDEMELER DENGESİ, KAMU AÇIKLARI VE FİNANSAL GELİŞME:
TÜRKİYE 1980-1999****B. Gülümser KAYTANCI****İktisat Anabilim Dalı****Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eylül 2000****Danışman: Prof. Dr. İlyas ŞIKLAR**

Ödemeler dengesine parasal yaklaşım olarak adlandırılan teorik yaklaşıma göre, yurtiçi kredi genişlemesi, uluslararası rezervlerdeki değişmelerin para arzı üzerindeki etkisini giderebilmek amacıyla kamu otoritesi tarafından tercih edilen bir yöntemdir. Bu nedenle kamu açıklarının yurtiçi kredi genişlemesi ve tahvil satışları ile finanse edilen kısımlarını birbirinden ayırmak gerekir. Kamu açıklarının tahvil satılarak finanse edilen kısmı ise ülkedeki finansal gelişmişlik düzeyi ile yakın ilişki içerisindedir. Bu çalışmanın temel amacı ödemeler dengesine parasal yaklaşım çerçevesinde öne sürülen yukarıdaki hipotezi test edebilmektir. Bu amaçla öncelikle ödemeler dengesine parasal yaklaşım modelinin teorik altyapısı verilmiş ve söz konusu yaklaşım kapsamında Türkiye için tahmin edilebilecek bir model geliştirilmiştir. Daha sonraki bölümde finansal gelişme kavramı tanımlanmış ve bu amaçla kullanılacak çeşitli göstergeler incelenmiştir. Son olarak Türkiye’de 1980 – 1999 dönemi için kamu açıkları, finansal gelişme göstergeleri ve ödemeler dengesinin seyri kısaca incelenmiş, daha önce geliştirilen model Türkiye uygulamasından elde edilen verilerle test edilmiştir. Gerçekleştirilen test sonuçlarına göre, ödemeler dengesine parasal yaklaşım modelinin öne sürdüğü hipotez genel anlamda doğrulanmaktadır. Bu nedenle ele alınan dönemde finansal sektörde gözlenen gelişmelerin kamu açıklarının finansmanında iyileşme sağladığı, bunun da ödemeler dengesi üzerinde olumlu sonuçlar doğurduğunu söylemek mümkündür.

ABSTRACT**THE GOVERNMENT DEFICIT, THE BALANCE OF PAYMENTS
AND THE ROLE OF FINANCIAL DEVELOPMENT: TURKEY 1980 – 1999****B. Gülümser KAYTANCI****Department of Economics****Anadolu University, The Institute of Social Sciences, September 2000****Adviser: Prof.Dr. İlyas ŞIKLAR**

The monetary approach to balance of payments theory suggests that domestic credit expansion in general is a government policy variable which can be used to sterilize the effects of changes in international reserves on domestic money supply. Therefore it is necessary to distinguish between the part of budget deficits financed through the domestic credit expansion and the sales of bonds. The share of credit expansion in financing of the government deficit depends on the degree of development of the financial markets in the economy. The main concern of this study is to test the above outlined hypothesis in the context of the monetary approach to balance of payments. For this purpose, first, the theoretical background of the monetary approach the balance of payments is given and a model applicable for Turkey is developed. In the next chapter, financial development concept has been outlined and various indicators of financial development widely used in the literature have been investigated. Finally, government deficits, balance of payments and the financial development records of Turkey have been shortly analyzed for the period 1980 – 1999. In order to test the hypothesis of this study, model developed in previous chapters has also been forecasted with data the taken from Turkey for the same period under investigation. According the test results conducted in the study, in general, it is possible to say that the main hypothesis of the monetary approach the balance of payments is approved for the Turkish case. It is concluded that the developments observed in the financial sector in Turkey created improvements for the financing route of the government deficit, and this, in turn, puts some positive effect for the balance of payments problem of the Turkish economy.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

B.Gülümser KAYTANCI'nın "Ödemeler Dengesi, Kamu Açıkları ve Finansal Gelişme: Türkiye 1980-1999" başlıklı tezi 12 Eylül 2000 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İktisat (İktisat Politikası) Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.İlyas ŞIKLAR
Üye : Prof.Dr.Kemal YILDIRIM
Üye : Yrd.Doç.Dr.Tufan ÇAKIR

Prof.Dr.Enver ÖZKALP
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

İÇİNDEKİLER

ÖZ	ii
ABSTRACT	iii
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI	iv
ÖZGEÇMİŞ	v
TABLolar LİSTESİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ÖDEMELER DENGESİNE PARASAL YAKLAŞIM

1. PARASAL YAKLAŞIM KAVRAMI VE KURAMSAL İÇERİĞİ	3
2. ÖDEMELER DENGESİ VE EKONOMİNİN PARA SEKTÖRÜ.....	7
3. OTOMATİK ÖDEMELER DENGESİ UYUMU İÇİN PARASAL MEKANİZMA.....	11
3.1. Tüketim ve Yatırım Harcamalarını Belirleyen Faktörler	12
3.2. Parasal Aktifler ve Toplam Harcama	14
4. DEVALÜASYONA PARASAL YAKLAŞIM	19
5. PARA, BÜTÇE AÇIKLARI VE ÖDEMELER DENGESİ	24
6. ÖDEMELER DENGESİ, KAMU AÇIKLARI VE PARASAL GENİŞLEME İLİŞKİSİNİN MODELLENMESİ.....	26
6.1. Kamu Kesiminin Rolü	26
6.2. Dışsallık Sorunu	28
6.3. Modelin Belirlenmesi	29

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞMENİN TANIMI VE ÖLÇÜMÜ

1. FİNANSAL GELİŞMENİN TANIMI	36
1.1. Finansal Baskılar	37
1.2. Finansal Baskı Politikalarının Uzun Dönemli Sonuçları	40
1.3. Finansal Liberalizasyon	44
1.3.1. Yeni Klasik Yaklaşım	45
1.3.2. Yeni Yapısalcı Yaklaşım	47
1.3.3. Yeni Keynesyen Yaklaşım	48
2. FİNANSAL DERİNLEŞME	49
3. FİNANSAL GELİŞMENİN ÖLÇÜLMESİ	51
3.1. Talepteki Değişimleri Yansıtan Göstergeler	52
3.1.1. Parasal Büyüklükler	52
3.1.2. Nispi Parasal Büyüklükler	53
3.2. Arzdaki Gelişmeleri Yansıtan Göstergeler	54
3.2.1. Finansal Kurumların Toplam Büyüklükleri İle İlgili Göstergeler	54
3.2.2. Finansal Kurumların Nispi Büyüklükleri İle İlgili Göstergeler	55
3.2.3. Arzdaki Gelişmeleri Yansıtan Diğer Göstergeler	55
3.3. Finansal Gelişmeyle İlgili Diğer Göstergeler	55
3.3.1. Derinleşme Oranı	55
3.3.2. Bankacılık Oranı	56
3.3.3. Özel Sektöre Verilen Kredi Oranı	56
3.3.4. Banka Dışı Mali Araçlar Oranı	56
3.3.5. Kamu Bankaları Aktif Büyüklüğü	57
3.3.6. Kredi Oranı	57
3.3.7. Muhasebe Standartları	58

3.3.8. Karşılık Oranı	58
3.3.9. Kapitalizasyon Oranı	58
3.3.10. Dağılım Oranı	59
3.3.11. Özel Finansal Kuruluşlardan Alınan Kamu Borçları	59
3.3.12. Direkt Kredi Tedbirleri	59
3.3.13. Reel Faiz Oranı	60
3.3.14. Döviz Kuru Denetimleri	60
3.3.15. Enflasyon Oranı	61
3.3.16. İşlem Hacmi İle İlgili Göstergeler	61
3.3.17. Tüketici Gelirleri	62

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KAMU AÇIKLARI, ÖDEMELER DENGESİ, FİNANSAL GELİŞMENİN SEYRİ VE ARALARINDAKİ İLİŞKİ

1. TÜRKİYE'DE KAMU AÇIKLARININ SEYRİ	63
2. TÜRKİYE'DE ÖDEMELER DENGESİNİN SEYRİ	71
2.1. Cari İşlemler Hesabındaki Gelişmeler	71
2.2. Sermaye Hesabındaki Gelişmeler	77
2.3. Resmi Rezervler Dengesindeki Gelişmeler	78
3. TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞMENİN SEYRİ	79
3.1. Türk Mali Sisteminde Liberalizasyon	80
3.2. 1980 Sonrası Dönemde Finans Sektöründe Yapılan Düzenlemeler	81
3.3. Türkiye'de Finansal Liberalizasyonun Sonuçları	83
3.4. Finansal Yapıda Derinleşme ve Mali Varlık Stokunun Bileşimi	85
3.5. Bankacılık Sisteminde Gelişmeler	91
4. FİNANSAL GELİŞME İNDEKSİ	96

4.1. Temel Bileşenler	98
4.2. Çoklu Ayırma Analizi	100
4.2.1. Ortalama Farkların Testi	101
4.2.2. Çoklu Ayırma Analizi	103
5. FİNANSAL GELİŞME, KAMU AÇIKLARI VE ÖDEMELER	
DENGESİ İLİŞKİSİ	109
5.1. Nedensellik Testleri	109
5.2. Modelin Tahmini	111
SONUÇ	115
YARARLANILAN KAYNAKLAR.....	117

TABLOLAR LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 1.1. Kamu Kesimi Toplam Gelir ve Harcamaları (Cari fiyatlarla Milyar TL) (1980-1999)	63
Tablo 1.2. Kamu Kesimi Toplam Gelir ve Harcamaları (Cari fiyatlarla Milyar TL) (1980-1999)	64
Tablo 2.1. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği KKBG ve GSMH İçindeki Payı (Cari Fiyatlarla Milyar TL)(1980-1999)	65
Tablo 2.2. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği KKBG ve GSMH İçindeki Payı (Cari Fiyatlarla Milyar TL)(1980-1999)	66
Tablo 3.1. Kamu Kesimi Açığı ve Finansmanı (Cari fiyatlarla Milyar TL)(1980-1999)	67
Tablo 3.2. Kamu Kesimi Açığı ve Finansmanı (Cari fiyatlarla Milyar TL)(1980-1999)	68
Tablo 4. Bazı Ülkelerde Finansal Derinlik ve Baskı Üzerine Kriterler	70
Tablo 5.1. Ödemeler Dengesi (1980-1999) (Milyon \$)	74
Tablo 5.2. Ödemeler Dengesi (1980-1999) (Milyon \$)	75
Tablo 6. Uluslararası Rezervler (1980-1999) (milyon \$)	79
Tablo 7. Finansal Yapıda Derinleşme Göstergeleri, 1980-99 (%)	85
Tablo 8.1. Mali Varlık Stokunun Bileşimi (1980-1999) (Milyar TL)	87
Tablo 8.2. Mali Varlık Stokunun Bileşimi (1980-1999) (Milyar TL)	88
Tablo 9. Mali Varlık Stokunun Bileşimi (1980-1989) (%)	89
Tablo 10. Vadeli Mevduatın Vadelere Göre Dağılımı	90
Tablo 11. Türkiye’de Banka Sayısındaki Gelişmeler (1980-1999)	92
Tablo 12. Temel Bileşenler Analizi	99
Tablo 13. Kişi Başına Temel Bileşenler Analizi	100
Tablo 14. Ortalamaların Eşitlik Testi	102
Tablo 15. Göstergelerin Seçimi	105
Tablo 16. Finansal Gelişmişlik Sıralaması	106

Tablo 17	Finansal Gelişme İndeksi	107
Tablo 18	Granger Nedensellik Testi Sonuçları	110
Tablo 19	Ödemeler Dengesine Parasal Yaklaşım Eşitliği Tahmin Sonuçları	112

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa No
Şekil 1. Katıksız (purely) parasal ayarlama mekanizması	15
Şekil 2. Devalüasyon için parasal bir ayarlama	22
Şekil 3. Finansal Kontrol Politikalarının Sonuçları	42
Şekil 4. Finansal Gelişme İndeksinin Seyri	108

GİRİŞ

Ekonomik büyüme ve sermaye birikimi üzerine gerçekleştirilen teorik ve ampirik temeldeki analiz ve araştırmalar genellikle üretim sürecindeki teknik ilerlemelerle ve toplam tasarrufları arttırıcı önlemlerle ilgili olmuştur. Teknolojik gelişmeler belirli bir miktar girdi kullanımı ile elde edilen üretimi arttırarak toplam geliri yükseltirken, tasarrufları arttırıcı mekanizmaların geliştirilmesi cari tüketimin ertelenerek gelecekteki tüketimle ikame edilmesi ile sonuçlanmaktadır. Bu bağlamda finansal sistemin olgunlaşması veya kalkınması ekonomideki tasarrufların daha etkin kullanımına olanak tanımaktadır. Bu çalışmada finansal gelişme bir diğer boyutu ile ele alınacak, finansal gelişmenin kamu açıklarının finansmanı üzerindeki etkisi ve kamu açıkları ile ödemeler dengesi arasındaki ilişki araştırılacaktır.

1980'li yıllara kadar gelişmekte olan ülkeler artan kamu açıklarını finanse etmek için dış borçlara yoğun olarak başvurmak zorunda kalmışlardır. 80'li yılların başlangıcından itibaren yabancı sermaye girişlerinde bir duraklama olduğunda, gelişmekte olan ülkelerin bazıları kamu açıklarını düşürebilme gücüne sahip olmalarına karşın bunu gerçekleştirmemişlerdir. Bunun en önemli nedeni bu ülkelerde gelişmiş finansal piyasaların bulunmaması ve uygun vergileme araçlarının yokluğu, sosyal ve politik gerekçelerle harcamaların kısılamaması olarak ifade edilebilir. Bu gerekçeler yanyana getirildiğinde, dış kaynak girişinin tıkanması ile birlikte gelişmekte olan ülkelerin ödemeler dengesi krizleri ile karşılaşmaları ve temel amacı bu sorunun çözümüne dönük olan istikrar programı uygulamaları çerçevesinde ödenmesi gereken yüksek bir maliyetle karşılaşmaları kaçınılmaz oldu. Bazı ülkeler her ne kadar kamu kesimi borçlanmasının enflasyonist etkilerini düşürmek için önlemler almışlarsa da, gerçekte alınan bu önlemler bir yandan kendi yapıları içinde enflasyonist olurken bir yandan da finansal aracılık işlemlerini daraltıcı etkiler yaratmışlardır. Yaşanılan bu olumsuz durum gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları finansal sistemi kontrol altında tutmaya dönük politikalardan vazgeçmelerine, finansal sistemi liberalize ederek geliştirmeye ve bu sayede kamu açıkları ile ödemeler dengesi arasındaki bağlantıyı koparmaya dönük politikalar uygulamalarına neden olmuştur. Özellikle 80'li yılların

sonlarından finansal sistemi uluslararası rekabete açmaya dönük önlemlerin de devreye girmesi ile birlikte finansal gelişme süreci de hızlanmıştır. Çalışmamızın çıkış noktası bu tespitten hareketle, Türkiye’de finansal gelişme düzeyi, kamu açıkları ve ödemeler dengesi arasındaki ilişkiyi açıklayabilmektedir.

Yukarıda ifade edilen amaca dönük olarak çalışmamız üç bölümden oluşmaktadır. Birinci Bölümde, kamu açıkları, kamu açıklarının finansman şekli ve ödemeler dengesi arasında bağlantı kuran *Ödemeler Dengesine Parasal Yaklaşım* modeli incelenecek ve ödemeler dengesi sorunları açısından para ve maliye politikalarının rolü üzerinde durulacaktır. Öte yandan bu bölüm, daha sonra tahmin edilecek olan, ekonometrik bir modelin geliştirileceği bir bölüm olması nedeniyle, çalışmanın teorik çatısının kurulduğu bir bölüm olarak değerlendirilebilir. “Finansal Gelişme ve Finansal Gelişme Göstergeleri” başlığını taşıyan ikinci bölümde ise, literatürde geniş bir göstergeler kümesine sahip olan finansal gelişme kavramı üzerinde durulmakta ve çeşitli çalışmalarda farklı cephelerden değerlendirilen finansal gelişme göstergeleri ayrıntılı olarak ele alınacaktır. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise Türkiye’de 1980-1999 döneminde kamu açıkları, ödemeler dengesi ve finansal gelişme göstergelerinin seyri incelenecektir. İncelenen finansal gelişme göstergelerinden yola çıkarak oluşturulan finansal *gelişmişlik indeksi* ve çalışmanın birinci bölümünde geliştirilen makro ekonomik model aracılığıyla finansal gelişme, kamu açıkları ve ödemeler dengesi arasındaki ilişkiler test edilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÖDEMELER DENGESİNE PARASAL YAKLAŞIM

1. PARASAL YAKLAŞIM KAVRAMI VE KURAMSAL İÇERİĞİ

Ödemeler dengesine parasal yaklaşım (MBOP) kuramı son yıllarda ödemeler dengesi uyum mekanizması üzerine geliştirilen ve gittikçe popüler hale gelen bir teori olarak göz önüne alınabilir. Parasal yaklaşım kuramı ödemeler dengesinin esas olarak moneter bir kavram olduğunu vurgular ve ödemeler dengesi sorunlarının parasal dengesizliklere bakılarak en iyi şekilde açıklanabileceğini ileri sürer¹.

Parasal yaklaşım kuramı, ödemeler dengesinin esas olarak parasal bir kavram olduğunu ve ödemeler dengesinin sadece parasal bir olgu olduğunu değil paranın hayati bir rol oynadığını öne sürmekte, yoksa bu yaklaşım ödemeler dengesi üzerinde başka faktörlerin (örneğin verimlilikteki değişmeyi, tarifeleri, kamu harcaması ve vergiyi) önemini göz ardı etmemektedir.

Parasal dengeler üzerinde yoğunlaşan “ödemeler dengesine parasal yaklaşım kuramının” temel dayanak noktası, herhangi bir ödemeler dengesi dengesizliğinin, para otoriteleri tarafından arz edilen para miktarı ile ekonomik birimlerin elde tutmak istedikleri para miktarı arasında varolan farklılıktan kaynaklanan parasal bir dengesizliğe dayanmasıdır. Buna göre açık bir ekonomide, para talebi ile bir stok olarak para arzı arasında uyumsuzluk var olduğu sürece, dış ödemeler dengesinde açık veya fazlalıklar oluşacaktır. Özellikle para talebi para stokunu aştığında ödemeler dengesi fazlası oluşacak ve elde tutulmak istenen para miktarı yurtiçi kaynaklardan karşılanamadığı için uluslararası rezervler dışardan gelecek, bu da para fazlalığı yaratacaktır. Ters durumda, örneğin genişlemeci bir para politikası aracılığı ile, para stoku para talebini aşarsa ekonomik birimler bu aşırı para arzından kurtulmaya çalışacaklardır. Dışa açık bir ekonomide ekonomik birimler bu fazlalıktan kurtulmak

¹ Farhadian Ziba, *The Government Deficit, The Balance Of Payments and The Role of The Financial Development* (Washington: George Washington University, 1990), s.1.

için yabancı mal veya tahvil alımına yöneleceklerdir. Bu durum ödemeler dengesinde bir açık yaratacaktır. Parasal tabanı etkileyecek bir sterilizasyon mekanizması olmadığı varsayımıyla, bu türden bir uluslararası bir hareket, para stoku arzulanan düzeye getirilmediği sürece devam edecektir. Yani parasal yaklaşım kuramında, ödemeler dengesindeki açık ve fazlalıklarla ilgili olarak rezerv çıkış ve girişlerinin para politikası yetkililerince belli bir süre içinde etkisiz kılınması (sterilization) yerine, bu giriş ve çıkışların para stokunu (arzını) etkilediği varsayılmakta ve hatta bazı durumlarda bir iktisat politikası olarak önerilmektedir. Rezerv giriş ve çıkışları sonucu para arzındaki değişmeler, para arzı ile para talebini dengeye getirme yönünde işlerken, ödemeler dengesinde de aynı zamanda bir dengelenme oluşacaktır. Otomatik ayarlama mekanizması nedeniyle ödemeler dengesi kendi başına bir problem değildir ve dengesizlik geçici bir olgudur.

Parasal yaklaşım kuramı, paranın bir akım değişken olmayıp bir stok değişken olduğunu vurgular ve esas olarak ödemeler dengesinin işleyişindeki parametrik değişiklikler ve ekonomi politikalarının uzun dönem sonuçları üzerinde durur. Bu yaklaşım kısa dönem analizlerini, gerekli uyum mekanizmasının kısa dönemde tamamlanamaması gerçeğinden yola çıkarak karmaşık bir süreç olarak kabul eder².

Bu yaklaşımda reel gelir, ekonominin uzun dönemde doğal üretim düzeyinde bulunacağı varsayımının bir gereği olarak dışsaldır. Öte yandan, küçük ülke varsayımından hareketle dünya fiyatları ve faiz oranlarının da dışsal olduğu, yani küçük ülkenin dünya fiyatları ve faiz oranlarını etkileyemediği ve fiyat kabullenici olduğu varsayılmaktadır. Bu durumda doğal olarak dışa açık küçük bir ekonomi için uzun dönemde para talebi de dışsal olmaktadır³.

Parasal yaklaşım kuramının en temel varsayımlarından biri de sabit kur sistemi altında para otoritelerinin uzun dönemde ödemeler dengesi açık ve fazlalarını dengeleyemeyecekleridir. Yani küçük bir ülke için sabit kur sistemi altında yurtiçi para arzı tamamıyla içsel bir değerdir ve para otoriteleri para stokunu kontrol edemez. Fakat sadece para stokunun iç bileşenini yani baz parayı kontrol edebilirler. Çünkü toplum, bir yandan tutacağı nakit ve mevduat miktarını belirlerken, diğer taraftan da açık bir

² İrfan Cıvcır, *An Econometric Approach To The Analysis Of The Monetary Sector And Balance Of Payments Problems In Turkey* (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1996), s.44.

³ Stephen P. Magee, "The Empirical Evidence on The Monetary Approach To The Balance Of Payments and Exchange Rates," *American Economic Association*, Vol.66, Sayı no. 4: (1976), s.164.

ekonomide elinde bulundurduğu parayı uluslararası piyasada mal ve tahvile çevirerek para stokunu etkileyecektir.

Sonuç olarak parasal yaklaşım kuramı ödemeler dengesi problemlerini geçici olarak görür ve eğer otoriteler yurtiçi kredilerdeki değişikliklerle rezervlerdeki değişikliklerin etkisini sterilize etmezse ödemeler dengesi kendi kendine dengeye gelecektir. Görüldüğü gibi parasal yaklaşım kuramı büyük oranda piyasanın otomatik olarak dengeye gelmesi süreciyle ilişkili varsayımlara dayanır⁴.

Parasal Yaklaşım kuramının entelektüel kaynağı David Hume'nin fiyat-madeni para akım mekanizmasında (price-specie flow mechanism) bulunabilir, fakat kuramın modern şekli 1950 ve 1960'larda IMF, University of Chicago ve London School of Economics'de, R. Mundel, H. Johnson ve J.J. Polak tarafından geliştirilmiştir. Bu iktisatçılar tarafından akademik arenada gerçekleştirilen çalışma ve araştırmaların niteliği ve güçlü teorik yapısı nedeniyle, ödemeler dengesine parasal yaklaşım kuramı 1970'lerde çok sayıda taraftar bulmuş ve elde edilen iktisat politikası sonuçları geniş ölçüde uygulamaya geçirilme olanağı yakalamıştır. Bunu takip eden jenerasyon içinde, Rudiger Dornbusch, Jacob Frenkel, Arthur Laffer, Michael Mussa ve diğer birçoklarını bu gruptaki iktisatçılar arasında saymak mümkündür.

Parasal yaklaşım kuramının içeriği ve önerisi, Walras Kanununa dayanılarak kolayca anlaşılır bir şekilde formüle edilebilir. Buna göre, mal piyasasında (g), menkul kıymet (tahviller) piyasasında (b) ve para piyasasında (m) talep fazlaları toplamı sıfıra eşittir. Böylece, para talebi veya arzı fazlası, piyasanın diğer yarısında aynı miktarda mal ve/veya tahvil arzı veya talep fazlası ile karşılanacaktır. Kapalı bir ekonomide bu ex-ante fazlalık veya açıklar fiyat ayarlamaları (nominal mal fiyatları ve faiz oranı olmak üzere iki nisbi fiyatın ayarlanması) ile giderilirken, açık bir ekonomide, söz gelişi para talebi fazlasını uluslararası piyasadan mal ve /veya tahvil karşılığı para akımı (uluslararası rezerv girişi) sağlayarak gidermek mümkün olmaktadır. Buna göre, Walrasgil kuram, bütçe kısıtı altında şu şekilde yazılabilir:

$$X_g + X_b + X_m = 0$$

⁴ Civcir, a.g.e., s.45-46.

Burada X , ilgili piyasada talep veya arz fazlasını göstermektedir. Bu formülasyona paralel olarak, açık bir ekonomide dış ödemeler bilançosunun denkleştirme zorunluluğu göz önünde tutulduğunda, cari işlemler, sermaye ve net rezerv akımı hesapları toplamı (ex-post) sifıra eşitlenerek yazılabilir. Buna göre,

$$E_g - F_g = X_g$$

$$E_b - F_b = X_b$$

$$E_m - F_m = X_m$$

ve böylece,

$$(E_g - F_g) + (E_b - F_b) + (E_m - F_m) = 0$$

olmaktadır. Yukarıdaki özdeşlikte E dışsatımı, F de dışalımını göstermektedir. Burada rezerv hareketleri veya para hesabı dengesinin ($E_m - F_m$), diğer iki hesabın artığı olarak düşünülmesinin parasal yaklaşım kuramı açısından yanlış olacağı ifade edilmiştir. Böylece, rezerv akımlarının, geleneksel yaklaşımların yorumlarından farklı olarak, nisbi fiyatlar ve gelir akışının bir fonksiyonu olmaksızın rezerv akımlarının para piyasasında bir stok ayarlanması (diğer bir deyişle, bir stok olarak talep edilen para ile arz edilen para arasındaki uyumsuzluğun giderilmesi) sonucu ortaya çıktığını vurgulaması dış ödemeler dengesi teorisinde parasal yaklaşımın en belirgin özelliğidir. Bu durumda, dış ödemeler dengesi açığı veya fazlalığı ile buna paralel olarak rezerv çıkış ve girişleri, yurtiçi döviz stok talebi ve arzı arasındaki farkın bir fonksiyonu olmaktadır.

$$B_t = E_{m,t} - F_{m,t} = f(D_{m,t} - S_{m,t})$$

Burada B_t , t yılında dış ödemeler dengesi açığı veya fazlalığı; $E_{m,t}$ ve $F_{m,t}$ mal ve tahvil dışalımını; $D_{m,t}$ ve $S_{m,t}$ t yılında uluslararası para (döviz) stok talebini ve stok arzını; f de, "stok ayarlama (uyumlama) fonksiyonunda" genel fonksiyonel ilişkiyi göstermektedir. Söz konusu fonksiyonel ilişkiye göre, D_m ile S_m arasında uyumsuzluk var olduğu

sürece, E_m ve F_m arasında da bir fark söz konusu olacak ve B_1 sifıra eşit olmayacak, diğer bir deyişle, ülkeye net rezerv girişi veya çıkışı olacaktır⁵.

2. ÖDEMELER DENGESİ VE EKONOMİNİN PARA SEKTÖRÜ

Paranın merkezi bir role sahip olduğu parasal yaklaşım kuramı, para arzını tanımlayan bir süreç ile gerekli bir koşul olarak istikrarlı bir para talebi fonksiyonuna dayanmaktadır. Bunun başlıca nedeni daha önce belirtildiği gibi, yaklaşımın ödemeler dengesinin monoter işlemleri ile ilgili olması ve bunun ekonomide, para arzı ve talebi ile direkt ilişkili olmasındandır. Ancak modelin geçerli ve anlamlı olması için söz konusu para arzı ve özellikle para talebi fonksiyonlarının istikrarlı olması gerekmektedir. Bu, ilgili fonksiyonlardaki parametrelerin uzun dönemde değişmemesi, veya önemli ölçüde bir değişim göstermemesi veya fonksiyonlarda bir kaymanın ortaya çıkmaması anlamına gelmektedir.

Harry G. Johnson para arz ve talebi fonksiyonları üzerine oturtulmuş bir uzun dönem parasal yaklaşım modeli çerçevesinde ekonomik büyüme, ödemeler dengesi ve yurtiçi kredi genişlemesi arasındaki ilişkileri incelemiş ve bazı sonuçlara varmıştır⁶. Bu model kısaca özetlenecek olursa, aşağıdaki hususları belirtmek gerekecektir.

İçsel bir değişken olarak nominal para arzı MS , parasal taban MB , ile para çarpanının m , çarpımına eşittir.

$$MS = m.MB \quad (1)$$

Modelin bu basit versiyonunda para çarpanının sabit ve bire eşit olduğu varsayılır. Parasal taban iki bileşenden oluşmaktadır: Para otoritesi tarafından elde tutulan yurtiçi aktiflerin toplam tutarı (normal olarak kamu borcu-iç bileşen-) DC , ve uluslararası rezervler IR (dış bileşen),

⁵ Suat Öksüz, *Türkiye'de Para ve Dış Denge*, (Eskişehir: E.İ.T.İ.A. Kütahya Yönetim Bilimleri Fakültesi Teksir Bürosu, 1980), s.31-32.

⁶ Öksüz, a.g.e., s.33-35.

$$MB=DC+IR \quad (2)$$

Parasal tabanın para arzına eşit olduğu varsayımı altında, para arzı fonksiyonu ise,

$$MS=MB=m.(DC+IR) \quad (3)$$

şeklinde yazılabilir.

Buna karşılık nominal para talebi, MD , fiyat düzeyinin, reel gelirin ve faiz oranının bir fonksiyonu olmaktadır.

$$MD=P.f(y,i) \quad (4)$$

Diğer şartlar sabitken, reel gelirden bir artış veya fiyat seviyesindeki bir artışla işlemlerin artmasından dolayı nominal para talebinin artması beklenir, faiz oranlarındaki bir artış karşısında elde atıl tutulan para miktarı azalır, çünkü elde para tutmanın fırsat maliyeti artar⁷. Para piyasasında denge, (3) nolu eşitlikten hareketle aşağıdaki şekilde yazılır;

$$MD=MS \text{ veya } MD=(DC+IR) \quad (5)$$

Dengede, para arzının para talebine eşit olduğu düşünülürse ve (2) nolu eşitlikte verilen tanım göz önüne alındığında, para stokunun (daha doğrusu parasal tabanın) dış bileşeni için stok eşitliği,

$$IR=MD - DC \quad (6)$$

olarak yazılabilir. (4) nolu eşitlikte tanımlanan para talebi fonksiyonu yukarıdaki eşitlikte yerine konulduğunda

⁷ Farhadian-Ziba, a.g.e., s.5-6.

$$IR=P.f(y,i)-DC \quad (7)$$

olacaktır. Bu eşitliği değişim oranları(büyüme oranları) cinsinden ifade etmek için, eşitliğin logaritmik türevi alındığında, aşağıdaki eşitlik (8) elde edilir,

$$\frac{dlogIR}{dt} = \frac{MD}{IR} \left(\frac{dlogp}{dt} + \frac{adlogy}{dt} + \frac{bdlogi}{dt} \right) - \frac{DC}{IR} \times \frac{dlogDC}{dt} \quad (8)$$

Rezervlerin para stokuna oranı,

$$\left(r = \frac{IR}{MD} = \frac{IR}{MS} \right)$$

olarak tanımlandığında ve değişkenlerdeki değişme oranı(büyüme oranı) 'd' sembolü ile gösterildiğinde (örneğin, $dIR=dlogIR / dt$), eşitlik (9) şu şekilde yazılabilir;

$$dIR = \frac{1}{r}(dp + a.dy + b.di) - \left(\frac{1-r}{r} \right) d.DC \quad (9)$$

Burada dIR , ülkenin uluslararası rezervlerindeki büyüme oranını; dp , dünya ve yurtiçi fiyatlarının artış oranını; dy , reel gelirin büyüme hızını; di , faiz oranının değişim hızını; dDC , yurtiçi kredi yaratımı(para stoku iç bileşeni) büyüme veya genişleme hızını; parametreler a ve b ise, sırasıyla reel para talebinin gelir esnekliği ve faiz esnekliğini göstermektedir.

Yukarıdaki eşitlik, değişkenlerin büyüme oranlarına ilişkin bazı varsayımlar yapılarak kısaltılabilir; örneğin $dp=di=0$ alınabilir, veya ekonomide hiçbir büyümenin olmadığı bir durum düşünülebilir, $dy=0$

Söz konusu eşitlikten kolayca anlaşılacağı gibi, ülkenin uluslararası rezervlerindeki artış, para talebi fonksiyonunun üç temel değişkeni ile pozitif, yurtiçi kredi genişlemesi ile negatif bir ilişki içerisindedir. Aynı şekilde, rezervlerdeki büyüme ile para talebinin gelir esnekliği arasında pozitif bir ilişki söz konusudur. Bu

bulgulara göre, büyüme hızının artması, para talebinin gelir esnekliğinin birden büyük olduğu durumda, $a)1$ (paranın lüks mal niteliğinde oluşu), kendisinden daha büyük bir hızda rezerv artışı doğururken, yurtiçi kredi yaratımı artış oranı, (normal olarak $1-r$) r alındığında) daha büyük bir oranda rezerv azalışı doğuracaktır. Böylece, ödemeler dengesinde sürekli bir iyileşme kredi yaratma oranının azaltılması ile sağlanabilecektir⁸.

Yaklaşım daha basit bir çerçevede şu şekilde özetlenebilir; Basitleştirilmiş bir çerçevede dIR nin BN ye (ödemeler dengesi) eşit olduğunu düşünürsek

$$dMS=BN+dDC \quad (10)$$

Yurtiçi para arzındaki değişikliklerin iki kaynağı söz konusu olmaktadır: Merkez bankasının yurtiçi kredi hacminde yarattığı değişiklik ve ödemeler dengesi açıkları.

Eşitlik (10) eşitlik (5)'te yerine konulduğunda parasal değerler ve ödemeler dengesi arasında aşağıdaki ilişki elde edilir.

$$MD=BN+dDC \quad (11)$$

Bu durumda ödemeler dengesinin gösterimi aşağıdaki gibi olacaktır:

$$BN=dMD-dDC \quad (12)$$

Eşitlik (12) 'ye göre, bir ödemeler dengesi fazlası ($BN > 0$) durumu, yerleşiklerin para taleplerindeki artışın, merkez bankasının neden olduğu para arzı artışından daha fazla olduğunu ifade eder ($dMD > dDC$). Diğer taraftan bir ödemeler dengesi açığı ($BN < 0$), merkez bankası tarafından gerçekleştirilen kredi yaratımının para talebindeki artışı geçtiği durumu ifade eder ($dDC > dMD$). Örneğin bir ödemeler dengesi açığı olduğunda ($BN < 0$), eşitlik (12) ilgilenilen dönemde merkez bankası tarafından yaratılan para arzının bir bölümünün yerleşikler tarafından talep edilmediğini ifade

⁸ Öksüz, a.g.e., s.35-37

eder, yani kişiler bu durumda ellerinde tutukları parayı fazla bulacaktır. Bu durumda, yerleşikler bu fazlalıklarla yabancı mal veya aktif satın alacaklardır. Fakat bu satın almalar yabancı para kullanımını gerektirmektedir. Yerleşikler yabancı para elde etmek amacıyla yurtiçi paralarını sattıkları için merkez bankası uluslararası rezervlerini kaybeder ve para hesabında bir açık oluşur. Böylece ödemeler dengesi açığı, yerleşiklerin harcamayı veya kurtulmayı istedikleri para miktarını ölçer.

Eşitlik (12) esas alınarak önemli bazı iktisat politikası sonuçları çıkarılabilir. Ödemeler dengesi açığı yerleşiklerin para talebindeki artışın üzerinde merkez bankası kredi yaratımını ifade ettiği (ve bu durum uluslararası rezerv kaybına karşılık geldiği) için, bunu telafi etmenin yolu merkez bankası kredi yaratımının miktarını sınırlamaktır. Böyle bir politika, merkez bankası kredi yaratım mekanizmasının işleyişi ve para talebindeki değişiklikleri tahmin etmeyi içeren bir yaklaşımı gerektirmektedir. Özellikle bu tip politikalar IMF tarafından sıkça savunulmaktadır⁹.

3. OTOMATİK ÖDEMELER DENGESİ UYUMU İÇİN PARASAL MEKANİZMA

Parasal yaklaşım kuramının temel özelliklerinden biri, bu yaklaşımın ekonomideki dalgalanmaların uzun dönemli etkileriyle ve bu dalgalanmalara karşı ödemeler dengesinin duyarlılığı üzerinde parasal faktörlerin etkisiyle ilgili olmasıdır. Bu yüzden parasal yaklaşım, eğer açık bir ekonomide denge bozulursa dengenin kurulması için herhangi bir eğilim var mıdır ve bu dengeye nasıl ulaşılabileceği sorunu açıklamaya çalışmıştır.

Herhangi bir modern ekonomide görülen dinamik süreçler anlaşılması oldukça güç karmaşık süreçlerdir. Dinamik süreç, çıktı, istihdam, faiz oranları, fiyatlar ve birbirleriyle ilişkili birçok faktördeki değişiklikleri içerir. Açıklamayı basitleştirmek için, dünya piyasalarıyla mükemmel entegre olmuş, potansiyel üretim seviyesinde üretim yapan küçük bir dışa açık ekonomi üzerinde yoğunlaşılacaktır. Küçük ülke varsayımıyla, uluslararası piyasalarda satılan veya satın alınan malların fiyatlarının tamamen bu piyasalardaki cari koşullarda belirlendiği ve yurtiçi üretim veya tüketimle

⁹ Rivera- Batiz, Francisco L. *International Finance And Open Economy Macroeconomics* (Second edition. Newyork: Macmillan Publishing Company, 1994), s.341-343.

değiştirilemeyeceği ima edilir. Bu ülkenin uluslararası mal piyasalarında fiyat üstlenici konumda olduğu anlamına gelir. Sonuç olarak bu malların yurtiçi fiyatları,ülke parasının dünya fiyatlarındaki eşdeğerine eşit olmalıdır. Ayrıca küçük ülke varsayımı, bu ülkenin borç alması ve vermesindeki faiz oranının dışsal olarak belirlendiğini ve yurtiçindeki ekonomik koşullarca etkilenemeyeceğini ifade eder.

3.1. Tüketim ve Yatırım Harcamalarını Belirleyen Faktörler

Toplam harcama, tüketim yatırım ve kamu harcaması bileşenlerini kapsar. Bu bileşenlerin her biri hem ekonomik hem de ekonomik olmayan bir çok değişken tarafından etkilenir, yalnız burada bazı temel belirleyici faktörler üzerinde durulacaktır. Örneğin, kamu harcamalarının dışsal olduğu varsayılacak ve \bar{G} ye eşit olduğu kabul edilecektir.

Tüketim harcamaları, C çoğunlukla gelire, Y , bağlıdır, tüketim ve gelir arasındaki ilişki aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$C = C_0 + aY$$

Burada C_0 otonom tüketim harcamaları (yurtiçi gelire bağlı olmayan tüketim miktarı) pozitif parametre a ise, marjinal tüketim eğilimidir ve gelirdeki bir birimlik artışın tüketime giden kısmını gösterir. Parametre ' a ' pozitifdir, çünkü yurtiçi gelir arttığında yerleşikler daha fazla harcama yaparlar. Öte yandan " a " parametresi birden küçüktür, bunun anlamı gelire eklenen her ek birim paranın bir bölümü tüketilir, geri kalan kısmı tasarruf edilir. Çünkü ek gelir ya tüketilir yada tasarruf edilir.

Faiz oranlarının yatırım harcamaları üzerindeki etkisi, aynı zamanda toplam harcamaların yurtiçi faiz oranlarına karşı duyarlı olmasını beraberinde getirir. Yatırım harcamaları yurtiçi sermaye stokunun artışını (veya aynı düzeyde sürdürülmesini) sağlar. Ancak firmalar ve halkın yatırımlarını gerçekleştirebilmeleri için gerekli olan sermayeyi edinmeleri belirli bir miktar fonu borç almalarını gerekir, bu fonların maliyeti ise faiz oranıdır. Bu yüzden faiz oranları artarsa, yeni sermaye kullanımının maliyeti artacaktır ve yatırım maliyetlerinin artması beklenecektir.

Bu yaklaşım temel alındığında, yurtiçi faiz oranlarının bir fonksiyonu olarak yatırım harcamaları, I ;

$$\begin{aligned} I &= I(i) \\ &= I_0 - bi, \end{aligned}$$

olacaktır. Burada I_0 otonom yatırım harcamalarını (yatırım harcamalarının yurtiçi faiz oranları ve gelirden bağımsız kısmı), b ise yurtiçi faiz oranlarına karşı yatırımların duyarlılığını gösteren pozitif bir parametredir.

Bu fonksiyona göre $\Delta I / \Delta i = -b$ olduğundan " b " negatiftir. Yani, faiz oranları ne kadar yüksek olursa, firmalar ve halk yatırımlarını finanse etmek için daha yüksek faiz maliyetine katlanmak zorunda kalacaklar ve bunun sonucunda yatırım harcamaları azalacaktır.

Böylece toplam harcama, cebirsel olarak şu şekilde ifade edilir:

$$\begin{aligned} A &= C + I + \bar{G} \\ &= C_0 + aY + I_0 - bi + \bar{G} \\ &= \bar{A} + aY - bi \end{aligned} \tag{13}$$

Burada $\bar{A} = C_0 + I_0 + \bar{G}$, otonom harcamalar toplamını göstermektedir. Dikkat edilecek olursa \bar{A} , otonom tüketim, otonom yatırım ve kamu harcamalarının düzeyine bağlıdır ve bunların hepsi yurtiçi gelir ve faiz oranlarından bağımsızdır.

Yukarıda toplam harcama ile ilgili olarak yapılan açıklamalar alternatif bir bakış açısıyla değerlendirilerek analiz genişletilebilir. Yukarıda tanımlanan şekliyle A yerleşiklerin hem yabancı mal hem de yurtiçi mallar için yaptıkları harcamalara eşittir, fakat yukarıdaki açıklamada göz ardı edilen husus, bu harcamalar üzerinde elde tutulan varlıkların (yani toplam servetin) etkisidir. Bu nedenle toplumun sahip olduğu varlıklar (servet) toplamının analize dahil edilmesi gerekir.

$$A = \bar{A} + aY - bi + p \frac{W}{P} \tag{14}$$

Burada \bar{A} otonom toplam harcama miktarını, P yurtiçi fiyat seviyesini, W yerleşikler tarafından elde tutulan nominal servet değerini (W/P reel servet) ifade etmekte ve a , p , b ise pozitif parametreleri göstermektedir (daha yüksek gelir ve servet düzeyi ve daha düşük faiz oranının daha yüksek yurtiçi harcamaya yol açacağı öngörülmektedir). Yurtiçi toplam harcama üzerine servet etkisinin eklenmesi dışında eşitlik (14) eşitlik (13)'ün benzeridir.

Pigou etkisi olarak belirtilen, servetin harcamaların bir belirleyicisi olduğu hipotezi ekonomist A.C. Pigou tarafından vurgulanmıştır. Tüketim harcamaları üzerindeki servet etkisiyle, bir kısım tüketim harcamalarının elde tutulan servetten karşılandığı kastedilir. Örneğin emekli vatandaşların harcamaları genellikle yaşamları boyunca biriktirdikleri aktiflerle finanse edilir. Bu yüzden, servet düzeyindeki bir artış daha yüksek bir harcama düzeyine yol açacaktır. Bu tip etki, eşitlik (14)'teki W/P değeriyle modele dahil edilmektedir¹⁰.

3.2. Parasal Aktifler ve Toplam Harcama

Açıklamaları basitleştirmek açısından, bu aşamada olmayan aktifler göz ardı edilecek ve yerleşiklerin servet olarak yalnızca yurtiçi para tuttıkları varsayılacaktır. Bu, sembolik olarak, $W/P=M/P$ şeklinde gösterilebilir. Bu durumda, parasal olmayan aktiflerle ilgili uluslararası ticaret göz ardı edildiği için, sermaye hesabı ortadan kalkar ve ödemeler dengesi ticaret dengesine eşit olur. Sonuç olarak bu aşamada parasal aktifler ve toplam harcamalar arasındaki ilişki ödemeler dengesi ayarlamalarında dış ticaret dengesinin rolü incelenerek anlaşılabilir.

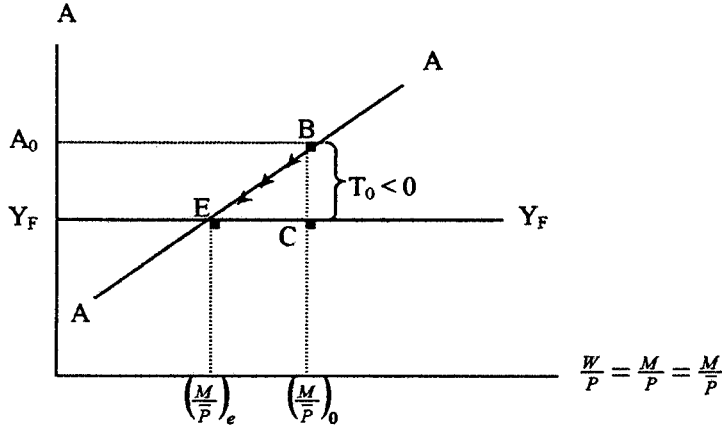
Paradan başka diğer aktiflerin olmadığı varsayımı altında, faiz oranı önemi yitirir (çünkü para ve tahvillerin birbirinin yerine geçme imkanı yoktur.) ve bu nedenle diğer aktifler göz ardı edilebilir. Bu durumda eşitlik (14) şu hale gelir;

$$\begin{aligned} A &= \bar{A} + aY + p \frac{M}{P} \\ &= \bar{A} + aY_F + p \frac{M}{P} \end{aligned} \quad (14.a)$$

¹⁰ Rivera-Batiz, a.g.e., s.341-343

Yukarıdaki eşitlikte ekonominin potansiyel üretim, $Y_F (Y = Y_F)$, düzeyinde üretim yaptığı varsayımını ve P yurtiçi fiyat düzeyinin, dünya fiyatları tarafından, \bar{P} ile gösterilen bir düzeyde belirlendiği sonucunu veren küçük ülke varsayımı modele dahil edilmektedir.

Eşitlik (14.a) Şekil 1'deki (AA) eğrisiyle aşağıda grafiksel olarak gösterilmiştir.



Şekil 1. Katıksız (purely) parasal ayarlama mekanizması

Yukarıdaki şekilde AA eğrisi harcamalar ve servet arasındaki pozitif ilişki nedeniyle artan eğilimlidir. Yerleşikler tarafından elde tutulan reel para miktarındaki bir artış, diğer şartlar sabitken, harcamalarında bir artışa neden olacaktır. Yatay eksene paralel $Y_F Y_F$ doğrusu, tam istihdam gelir düzeyiyle uyumlu toplam harcama düzeyini gösterir.

Herhangi belirli bir zaman diliminde ekonominin ticaret dengesindeki açık veya fazla, şekil 1'de $Y_F Y_F$ doğrusuyla AA eğrisi arasındaki dikey mesafeyle gösterilebilir. Örneğin, ekonomideki para miktarının $(M/P)_0$ olduğu varsayılırsa, parasal servetin bu düzeyinde, yerleşiklerin harcamaları (eşitlik (14.a) da " $A \equiv \bar{A} + aY_F + p\left(\frac{M}{P}\right)_0$ " olarak verilen) şekil 1'de gösterildiği gibi tam istihdam gelir düzeyini (Y_F) aşar. Yani bu durumda yerleşikler gelirlerinden daha fazla harcama yapacaklardır. Ticaret dengesi toplam harcamaların üzerinde bir gelir fazlasına eşit ($T=Y-A$) olduğu için, bu noktada bir açık vardır ($T_0 = Y_F - A < 0$). Gerçekten, $(M/P)_e$ 'nin üzerindeki parasal servet

düzeyi gelirin üzerinde bir harcama artışına neden olacaktır. Benzer şekilde, $(M/P)_e$ 'nin altındaki parasal servet düzeyi harcamaların üzerinde bir gelir artışına sebep olacak ve ticaret dengesi fazla verecektir. Sadece parasal servet düzeyi $(M/P)_e$ 'ye eşit olduğunda gelir ve harcamalar birbirine eşit olacak ve bu noktada ticaret ve ödemelerde denge oluşacaktır. Şekil 1'de bu dış denge E noktasıyla gösterilir. Bu denge durumu, toplam harcama ve tam istihdam gelir eşitliğiyle cebirsel olarak aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

$$Y_F = A^e \equiv \bar{A} + aY_F + p\left(\frac{M}{P}\right)_e \quad (15)$$

burada A^e , $(M/P)_e$ elde tutulan para miktarıyla ilişkili olan, yurtiçi toplam harcama düzeyidir. Eşitliği $(M/P)_e$ cinsinden yazarsak, dış dengeyle uyumlu para stokunun tam seviyesini bulabiliriz:

$$\left(\frac{M}{P}\right)_e = \frac{1}{p} [(1-a)Y_F - \bar{A}] \quad (16)$$

ki bu eşitlik çeşitli parametreler ve tam istihdam gelirin bir fonksiyonudur. Eşitlik (16)'daki ifade, bireylerin ulaşmaya çalıştığı hedef para miktarı veya uzun dönem para talebinin belirleyicisi olarak görülebilir.

Parasal yaklaşım açık bir ekonomide şekil 1'de 'E' noktasına doğru -ödemeler dengesine doğru- hareketi teşvik edici laissez-faire eğilimlerinin olduğunu ileri sürer. Bu eğilimler ödemeler dengesi (dış ticaret) açığı ve fazlasını içeren, elde tutulan para miktarındaki değişikliklerle ortaya çıkar. Örneğin, B ve C noktaları arasındaki aralıkla ifade edilen, bir açık durumu göz önüne alındığında bu açık, yerleşiklerin gelirlerinden daha fazla harcama yaptıklarını gösterir ($A_o > Y_F$). Yerleşikler bu aşırı harcamalarını finanse etmek için elde tuttıkları aktiflerini kullanmak zorundadırlar (ki bu basitleştirilmiş içerikte elde tutulan para miktarı biçimindedir). Eğer merkez bankasının pasif hareket ettiğini varsayarsak (yani ekonomiye yeni para enjekte

etmediğini kabul edersek), para arzında bir azalma olacaktır. Diğer bir deyişle, yerleşikler yabancı mal satın almakla ellerinde bulundurdıkları paranın bir kısmını ellerinden çıkaracaklardır.

Zamanla yerleşiklerin ellerinde tuttukları paranın azalmasıyla birlikte yurtiçi toplam harcama azalmaya başlar ve belirli bir tam istihdam gelir düzeyinde, ticari açık azalma eğilimine girer ($T \equiv Y_F - A$). Bu, Şekil 1'de ok işaretleriyle gösterilmekte ve AA eğrisi boyunca ekonominin sola doğru hareketleneceğini ifade etmektedir. Sadece dış ticaret ve ödemeler dengesi açığı ortadan kalktığında parasal ayarlama mekanizmasının sona ermesi mümkündür. Şekil 1'de E noktasında yurtiçi gelir toplam harcamaya eşit olacak ve servet değişimi duracaktır. Bu ayarlama süreci orijinal $(M/P)_0$ düzeyinden uzun dönem $(M/P)_e$ düzeyine gelinceye kadar, elde tutulan para miktarında bir azalmayla oluşur. Sonuçta, yerleşikler hedefledikleri para miktarına ulaşır ve artık elde tutulan para miktarını değiştirmeye ihtiyaç duymazlar.

Burada görüldüğü gibi dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları fiyat, gelir ve faiz oranlarında herhangi bir değişiklik olmaksızın giderilmiştir. Bu, ekonominin parasal servet tutumundaki değişimler temelinde ticari dengeye doğru hareketi sağlayan pür parasal otomatik uyum mekanizmasıdır (purely monetary adjustment mechanism). Dış dengeye gelir, fiyatlar veya faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe ihtiyaç olmaksızın ulaşılabilmesi parasal yaklaşımın anahtar varsayımlarından biridir.

Bu analizde önemli bir husus da zaman faktörüdür. Ekonomide dış dengeye doğru hareket için parasal servet ayarlaması ne kadar sürede gerçekleşecektir? Bunun cevabı yerleşiklerin ellerindeki para miktarını ne kadar çabuklukla ayarlayacaklarına bağlıdır. Eğer merkez bankası pasif hareket ederse, yurtiçi para tutumları sadece dış ticaret dengesine doğru değişecektir; fakat, ticari denge gelir fazlasıdır, bu durumda eşitlik (14.a)'da verildiği gibi, Y_F toplam harcamanın (A), üzerindedir veya

$$\begin{aligned} T &= Y_F - A \\ &= (1-a)Y_F - \bar{A} - p \frac{M}{P} \end{aligned} \quad (17)$$

yazılabilir. Bu eşitliğin sağ tarafı daha önce (16) nolu eşitlikte de elde edildiği için,

$$(1-a)Y_F - \bar{A} = p \left(\frac{M}{P} \right)_e,$$

olacaktır. Bu ifade (17) nolu eşitlikte yerine konursa aşağıdaki eşitlik (17a) elde edilir:

$$T = p \left[\left(\frac{M}{P} \right)_e - \left(\frac{M}{P} \right) \right] \quad (17.a)$$

Eşitlik (17.a) parasal servet ayarlamasının uzun dönem denge para stoku $\left(\frac{M}{P} \right)_e$ ile herhangi bir zaman diliminde fiili (gerçekleşen) para stoku $\left(\frac{M}{P} \right)$ arasındaki farka göre gerçekleşeceğini ifade eder. Bu parasal servet ayarlama formülasyonu, ‘stok uyum mekanizması’ olarak ifade edilir, bu sebeple, yerleşiklerin parasal sektördeki geçici dengesizliklere nasıl karşılık vereceklerini tanımlar. Eşitlik (17.a) parasal servette meydana gelen değişikliklerin hızını belirleyen iki faktöre işaret etmektedir:

1. Varolan para stoku $\left(\frac{M}{P} \right)$ ve onun istenen düzeyi $\left(\frac{M}{P} \right)_e$ arasındaki fark:

Bu fark ne kadar büyükse ekonomi istenilen durumundan o kadar uzak ve belirli herhangi bir zaman diliminde (diğer şartlar sabitken), para dengelerindeki değişiklik o kadar büyük olacaktır. Sonuç olarak ekonomi uzun dönem dengesine doğru daha hızlı hareket eder.

2. Parametre P nin değeri: Eşitlik (17.a) da P, belirli bir zaman diliminde elden çıkarılan fiili para miktarı ile elde tutulmak istenen para miktarı arasındaki farkın bir bölümünü ifade eder. P ne kadar büyük olursa para harcama oranı da o kadar büyük olur ve sonuç olarak uzun dönem dengesine doğru ayarlanma o kadar hızlı olur.

Burada parasal ayarlamalarla dış ödemeler dengesizliğinin otomatik olarak nasıl ortadan kalkacağı gösterilmiştir. Bu durumun gerçekleşmesi için önemli bir koşulun gerçekleşmesi gerekmektedir. Parasal ayarlama mekanizması sterilizasyon operasyonları ile kesintiye uğratılabilir. Sterilizasyon operasyonu, parasal taban aracılığıyla ödemeler dengesi etkilerini nötrleştirmek için merkez bankası tarafından yapılan operasyonlardır. Örneğin, merkez bankası yurtiçi para arzındaki azalmayla oluşan ödemeler dengesi açığını aynı zamanda ekonomiye para enjekte ederek engelleyebilir. Parasal yaklaşım sterilizasyon operasyonlarıyla otomatik parasal

ayarlama mekanizmasının kesilebileceğini kesin bir dille ifade etmiştir. Aynı zamanda parasal yaklaşım, ekonomiye para enjekte etmekle merkez bankasının açığı düzeltmeye çalışırken parasal dengesizliği sürdürebileceğini ifade eder. Merkez bankası ekonomiye para pompalamaya devam ederken bireyler de kendilerini bu fazla paradan kurtulmaya çalışırken bulurlar. Böylece dengesizlik kuvvetlendirilir ve belki de daha büyük açık oluşur.

Sterilizasyon olmadığı bir durumda ekonomi, parasal servet ayarlaması ile ödemeler dengesizliğinden dış dengeye doğru bir hareket eğilimi içine girecektir¹¹.

4. DEVALÜASYONA PARASAL YAKLAŞIM

Parasal yaklaşım ödemeler dengesi için otomatik ayarlama mekanizmasını şart koşar. Yurtiçi kredilerde bir değişiklik yapılmadıkça ödemeler dengesinde oluşan dengesizliklerin kaynağı ne olursa olsun ödemeler dengesi üzerinde kalıcı bir etkiye sahip değildir. Çünkü kredi yaratımıyla oluşan yurtiçi para arzındaki bir artış, daha büyük bir açığa yol açar, fakat bir devalüasyon, yurtiçi fiyatları yükseltir ve sonuçta yurtiçi para talebini arttırır, böylece ödemeler dengesinde geçici bir iyileşmeye yol açar. Bir devalüasyon, eş anlı bir yurtiçi kredi genişlemesiyle beraber olmadığı sürece ödemeler dengesinde bir iyileşme yaratacağı şeklinde ifade edilebileceği hipotez parasal yaklaşımın temel önerilerindedir¹².

Devalüasyon sonucu artan fiyatlar nedeniyle para talebinin artması sonucu, belirli bir yurtiçi kredi stokuyla, fazla talep dışardan para akarak karşılanacak ve ödemeler dengesi fazlası yaratacağıdır. Ancak bu fazlalık, sterilizasyonun olmadığı bir durumda, para piyasası dengesi kuruluncaya kadar devam edecektir. Böylece devalüasyon fazla para miktarının emilmesiyle denge oluşumu için ayarlanmayı sağlayacaktır. Devalüasyon, ödemeler dengesi üzerinde uzun dönem etkiye sahip değildir. Bunun yanında, genelde döviz kuru değişimleri para politikası açısından tercih edilebilir. Çünkü fiyat ve ücretlerin aşağıya doğru esnek olmadığı ve parasal aldatmacanın bulunduğu durumlarda, devalüasyon ve dış ticarete ilişkin olarak alınan direkt önlemler, daha az sosyal özveriye veya geçici işsizliğe neden olması bakımından

¹¹ Rivera-Batiz, a.g.e., s.580-586.

¹² M.Connolly and D.Taylor, "Testing the Monetary Approach to Devaluation in Developing Countries", *Journal of Political Economy*, Vol:84, no.4, pt.1 (1976) s.849.

(özellikle yaygın işsizliğin varlığında) deflasyona tercih edilir. Fakat yurtiçi kredi yaratımı oranını azaltmak için parasal önlemler alınmazsa, bir devalüasyon aynı şekilde tekrarlanmak zorundadır¹³.

Devalüasyonun etkilerine ilişkin birçok çalışma yapılmıştır, bunların içinde en kapsamlı olanı M. Connolly ve D. Taylor tarafından yapılan çalışmadır. Bu çalışma, gelişmekte olan küçük ekonomilerce gerçekleştirilen devalüasyonların incelendiği bir kesit veri analizine dayanır. Connolly ve Taylor savaş sonrası yapılan devalüasyonları incelemiş, 14 devalüasyonun 5'i dışında devalüasyonun ödemeler dengesi üzerinde pozitif ve önemli etkileri olduğunu tespit etmişlerdir. Bu iktisatçıların yaptığı çalışmaya göre daha az dikkat çekmiş olan bir başka çalışma R.N. Cooper tarafından yapılmıştır. Bu çalışmalarda devalüasyonun, devalüasyon yapan ülkelerin ödemeler dengesini geliştirme yönünde etki yaptığını ve yurtiçi kredi genişleme oranının bu gelişimin başarı derecesi ve etkisinin önemli bir belirleyicisi olduğu sonucuna varmışlardır¹⁴. Laffer ise, 1976'da yaptığı çalışmada devalüasyonun ticaret dengesi üzerine ne kısa dönemde ne de uzun dönemde hiçbir etkisi olmayacağını savunmuştur. Yaptığı 15 devalüasyon incelemesinde devalüasyonun dış ticaret dengesini iyileştirdiğine dair çok az kanıt bulmuştur¹⁵.

Devalüasyonun etkisini incelemek için, dünya piyasalarıyla entegre olmuş küçük açık bir ekonomi durumunda fiyat düzeyini belirleyen faktörler incelenebilir.

Yurtiçi fiyat düzeyi, yurtiçi tüketiciler tarafından satın alınan belirli bir mal sepetinin maliyetini temsil eder. Eğer tüketicilerin sadece dış ticarete konu olan malları (ithal edilebilir ve ihraç edilebilir mallar) satın aldığı göz önüne alırsak, yurtiçi fiyat seviyesi, \bar{P} , bu malların fiyatının bir göstergesi olarak ifade edilebilir:

$$\bar{P} = \theta P_x + (1 - \theta) P_M \quad (18)$$

burada P_x , ihraç edilebilir malların yurtiçi fiyatını, P_M , ithal edilebilir malların yurtiçi fiyatını, θ , bir yurtiçi tüketicinin tüketim demeti içinde ihraç edilebilir malların payını, $(1 - \theta)$ ise ithal edilebilirlerin payını göstermektedir.

¹³ Cívrcir, a.g.e., s.47-48.

¹⁴ Harry G. Johnson, "The Monetary Approach to The Balance of Payments" *Journal of International Economics*, Vol.7, (1977), s.263.

¹⁵ Magee, a.g.e., s.166.

Küçük bir ekonomi için, ticari malların yurtiçi fiyatı bunların dünya piyasalarındaki fiyatlarıyla belirlenir (ekonomi fiyat üstlenicidir). Bu yüzden yurtiçi fiyatları hesaplamak için, malların yurtiçi parayla belirtilen değerini dünya fiyatlarına çevirmek gereklidir. Örneğin, eğer dünya piyasalarında ithal edilebilir malların fiyatı P_M^* (yabancı kurda) ise, yurtiçindeki tüketiciler cephesiyle iç fiyat;

$$P_M = eP_M^* \quad (19)$$

olur, e, yabancı para cinsinden fiyatı yerli paraya çeviren döviz kurudur. Benzer şekilde bir ihracat malının yurtiçi fiyatı;

$$P_x = eP_x^* \quad (20)$$

şeklinde olacaktır. P_x^* , ihracat edilebilir malların dünya piyasalarında elde edilebilen yabancı para fiyatıdır.

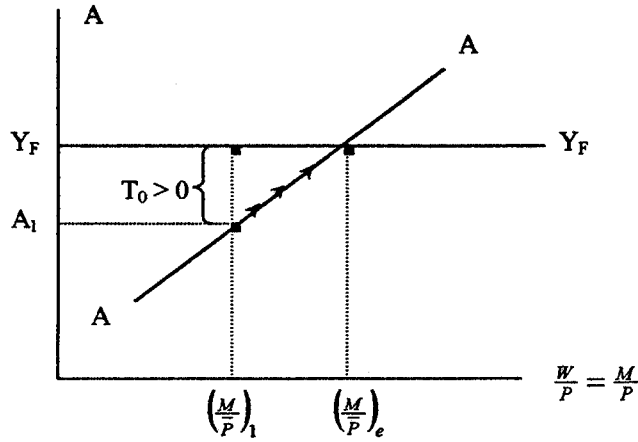
Eşitlik (19) ve (20) deki P_x ve P_M ifadelerini eşitlik (18)'de yerine koyarsak, yurtiçi fiyat seviyesinin eşitini aşağıdaki gibi buluruz,

$$\begin{aligned} \bar{P} &= \theta eP_x^* + (1-\theta)eP_M^* \\ &= e(\theta P_x^* + (1-\theta)P_M^*) \\ &= e\bar{P}^* \end{aligned} \quad (18.a)$$

Burada $\bar{P}^* \equiv \theta P_x^* + (1-\theta)P_M^*$ bir yerleşimin tipik tüketim sepetinin dünya fiyatı (yabancı para fiyatı) dır.

Eğer yurtiçi fiyat belirleyicileri tanımlanırsa, bir devalüasyonun yerleşikleri nasıl etkileyeceği görülebilir. Eşitlik (18.a) döviz kurunda (e) bir artış olduğunda yurtiçi fiyat seviyesinin (\bar{P}), yükseleceğini gösterir, çünkü bu durumda yurt içinde satın alınan ticari malların fiyatları hemen artacaktır. Sonuçta ekonomide elde tutulan para miktarının reel değeri, ilk denge düzeyinin altına iner. Bu durum şekil 2'de parasal

servetin başlangıç (uzun dönem) seviyesinden $(M/P)_e$, daha düşük olan $(M/P)_1$ seviyesine (parasal servetteki azalmanın etkisiyle) geçişi şeklinde gösterilir. Bundan sonra parasal uyum süreci başlayacaktır ve yerleşikler azalan reel para stoklarını yeniden tamamlamak için harcamalarını gelirlerinin altına indireceklerdir.



Şekil 2. Devalüasyon için parasal bir ayarlama

Devalüasyonun hemen ardından gelen etkisi bir ticari fazlalık yaratmasıdır; bu Şekil 2'de Y_{FF} doğrusu ve AA eğrisi arasındaki aralıkla ($T = Y_F - A_1$) gösterilir. Bir devalüasyonun etkisi eşitlik (17)'ye bakılarak daha iyi görülebilir. Devalüasyon, toplam harcamayı azaltan ve ticari dengeyi iyileştiren fiyat seviyesini \bar{P} arttırmakla, reel para dengesinde (M/\bar{P}) bir azalmayı teşvik eder.

Ekonomi, uzun dönem parasal servet düzeyine $(M/P)_e$, ulaşıncaya kadar Şekil 2'deki oklar yönünde dengeye doğru hareket eder. Bu noktada toplam harcama tekrar gelire eşit olur ve ticaret dengesizliği ortadan kalkar. Ancak devalüasyonun ticaret dengesi üzerindeki iyileştirici etkisi geçicidir. Uzun dönemde ise devalüasyon; yurtiçi fiyat seviyesini ve aynı oranda nominal para arzını artırır ve reel para miktarı değişmeden kalır. Ayarlama süreci boyunca ticari fazlalığın geçici olarak yükselmesinin bir sonucu olarak, merkez bankasındaki uluslararası rezervlerin seviyesi artar.

Görüldüğü gibi, ekonominin mutlak fiyat seviyesi \bar{P} artmış olsa bile, ihracat açısından ithalatın nispi fiyatı, P_M/P_X , etkilenmez. Bir devalüasyonla P_M ve P_X aynı oranda artar, bunun sebebi küçük açık bir ekonomi durumunun olmasıdır. Eşitlik (19) ve (20) den;

$$\frac{P_M}{P_X} = \frac{eP_M^*}{eP_X^*} = \frac{P_M^*}{P_X^*}$$

olduğu görülebilir. Dünya fiyatları, P_X^* ve P_M^* , devalüasyondan etkilenmediği için (ülke dünya fiyatlarını etkileyemeyecek kadar küçüktür), P_M/P_X tüm süreç boyunca değişmeden kalır. Devalüasyonun, nispi fiyatlar değişmeksizin ticari dengeyi etkileyebileceği (en azından geçici olarak) parasal yaklaşımın sonuçlarından biridir. Ancak bu, söz konusu türden değişikliklerin oluşamayacağı anlamına gelmez. Bu bağlamda, döviz kurunda bir artış ithalatın yurtiçi fiyatını arttırırken yurtiçinde üretilen ihraç mallarının fiyatını arttırmaz.(veya en azından bu hemen gerçekleşmez) Sonuç olarak ihracata göre nispi ithalat fiyatları artar, bu da yabancı mallardan yurtiçi mallara doğru harcamalarda bir değişikliği teşvik eder ve ticari denge iyileşir. Yurtiçi ihraç fiyatları üzerine devalüasyonun etkisi ve nispi fiyatlarda görülen değişiklikler sadece geçici bir olgu olarak kabul edilir ve bu etkinin uzun dönemde ortadan kalkacağı düşünülür.

Sonuçta, devalüasyon küçük açık bir ekonomide yurtiçi fiyat seviyesini etkileyen tek faktör değildir. Örneğin dünya fiyat düzeyinde (\bar{P}^*) oluşacak artışlar yurtiçi fiyatları arttırır ve devalüasyon ile aynı etkiye sahiptir. Ticari politikalar tarifeler ve kotalar da fiyatları etkiler. Bir çok hükümet ödemeler dengesi güçlüklerini aşmak için tarifeler ve kotalar yoluyla ithalatlarını azaltmaya çalışır. İthalat üzerine konan bir tarife yabancı mal fiyatlarını arttırır. Aynı zamanda ithalat üzerine konan bir vergi kaynak dağılımını bozar ve yapay olarak yurtiçi tüketiciler için yabancı mal fiyatlarını arttırır. Bu reel geliri azaltabilir ve böylece para talebi azalacaktır bu da ticaret

dengesini kötüleştirecektir. Durum ne olursa olsun parasal yaklaşım, ticari politikaların parasal etkisinin geçici olacağını ileri sürer¹⁶.

5. PARA, BÜTÇE AÇIKLARI VE ÖDEMELER DENGESİ

Açık piyasa işlemleri şeklindeki para politikası -merkez bankasının açık piyasada menkul kıymet satış ve alımları- modern endüstriyel ekonomilerde kullanılan temel bir araçtır. Para politikasının ikinci bir şekli para basımı olarak karşımıza çıkar. Hükümet para basımını arttıran politikalar izler ve merkez bankası kaynaklarından elde edilen parayı kamu harcamaları aracılığı ile piyasaya çıkarır. Ekonomistler bunu, bir helikopterden para atan hükümetin veya politikacıların bir resmini hatırlatan, 'helikopter operasyonu' olarak adlandırırlar. Doğal olarak, bazı krallar ve diktatörlerin halka bozuk para attıkları bilinmesine rağmen, helikopter operasyonları tam anlamıyla meydana gelmez. Fakat bir hükümet harcamalarını para basımı yoluyla karşıladığı zaman helikopter operasyonuna benzer bir tip operasyon ortaya çıkar. Bütçe açıkları (hükümetin gelirlerinin üzerinde fazla harcama yapması) sıklıkla para basımı yoluyla finanse edilir. Bazı dönemlerde politikacılar vergileri yükseltmeyi çıkarlarına uygun bulmazlar (özellikle seçim dönemlerinde) ve hükümet açıklarını finanse etmek için borçlanmakla uğraşmaktansa para basmayı tercih edebilirler. Buna göre hükümetin para ve maliye politikaları, para arzındaki artışlarla bağlantılı olan açıklarla ilişkilendirilir.

Para basımından dolayı yurtdışı para arzında bir artış olduğunu varsayalım. Bu durumda yerleşikler kendilerini aşırı paraya sahip bulacaklar ve bu aşırı paradan kurtulmaya çalışacaklardır. Böylece dış ticaret açığına doğru bir hareket başlayacaktır. Bu durum eşitlik (17)'de görülebilir: Parasal servetteki, yani (M/\bar{P}) 'deki bir artış, ticaret dengesini kötüleştiren, gelire oranla toplam harcamalarda bir artışı teşvik eder. Grafikselsel olarak, eğer ekonomi şekil 1'de E noktasıyla gösterilen ticari denge noktasındaysa, para arzında bir artış, $((M/P)_e$ 'den $(M/P)_0$ 'a) dış ticarete bir açıkla sonuçlanacaktır ($T_0 < 0$).

¹⁶ Rivera-Batiz, a.g.e., s.587-589.

Ekonomide zamanla parasal dengesizlik (monetary disturbance) giderilecektir. Parasal uyum süreci, bol miktarda basılarak yaratılan aşırı para miktarını sonlandırmayı başlatacaktır. Sadece ekonomi dış dengeye geri döndüğünde mekanizma sonlanacaktır. Para basımından sonra ekonominin hareketini gösteren bu durum Şekil 1’de ok işaretleriyle gösterilmiştir.

Burada anlatılmak istenen, bütçe açıklarının para basımıyla finanse edilmesi durumunda, diğer şartlar sabitken, ödemeler dengesi açığı yaratacağıdır. Eğer bütçe açığı sadece geçici bir durum ise, merkez bankası ekonomiye sadece sabit miktarda para pompalar. Sonuç olarak dış açık geçici olacaktır, çünkü, yerleşikler hükümet tarafından sabit miktarda basılan paradan kurtulmaya çalışacaktır. Bu durumda para arzı tekrar başlangıç düzeyine dönecek ve arttırılmış merkez bankası kredileri tam olarak uluslararası rezerv kaybıyla dengelenecektir.

Eğer bütçe açıkları uzun süre devam ettirilirse, diğer şartlar sabitken, ekonominin ödemeler dengesi açıkları (açığın para basımı yoluyla finanse edilmesine neden olan) süreklilik kazanacaktır. Merkez bankası sürekli olarak uluslararası rezerv kaybına uğrayacaktır. Bu süreç tabii ki sonsuza kadar süremeyecektir, çünkü ülkedeki döviz rezervleri sınırlıdır. Merkez bankasının uluslararası rezervleri azaldığında yapabileceği şey, kesinlikle yurtiçi parayı devalüe etmek olacaktır. Daha önce de açıkladığımız gibi bir devalüasyon para miktarının reel değerini azaltacak ve yurtiçi fiyat seviyesini yükselterek ödemeler dengesini iyileştirici yönde etki yapacaktır. Fakat devalüasyon dengesizlik üzerinde sadece geçici olarak iyileştirici bir etki yapar, yurtiçi fiyatlar yeni düzeyine (daha yüksek) yerleştiğinde, para yaratımı sürdürülürse, ödemeler dengesinde tekrar bir açık oluşacak ve bu durum tekrar uluslararası rezerv kaybına yol açacaktır. Sonuçta diğer bir devalüasyon gerekli olacaktır. İşte bu şekilde devam eden bu süreç, devalüasyon-enflasyon sarmalı olarak adlandırılır.

Bu, kamunun açık verdiği gelişmekte olan ülkelerde yükselen fiyatların son kaynağının – ülkenin sık sık devalüasyon yaptığı durumlarda – sadece devalüasyon olmayacağını ama onun yerine ödemeler dengesi açığı veren ve devalüasyon ihtiyacı gösteren kamu açıkları ve bunların parasallaştırılması olabileceğini gösterir¹⁷.

¹⁷ Rivera-Batiz, a.g.e., s.589-590.

6. ÖDEMELER DENGESİ, KAMU AÇIKLARI VE PARASAL GENİŞLEME İLİŞKİSİNİN MODELLENMESİ

Ödemeler dengesi, kamu kesimi bütçe açığı ve para arzı artış oranı arasında yukarıdaki bölümlerde ortaya koymaya çalıştığımız teorik bazdaki ilişkiler, geliştirilecek olan bir makro ekonomik model çerçevesinde de incelenebilir. Geliştirilecek makro ekonomik model sonucunda elde edilecek indirgenmiş form eşitliklerin, çalışmamızın üçüncü bölümünde ele alınacağı üzere, tahmin edilmesi ise öne sürülen teorik ilişkilerin doğrulanıp doğrulanmadığını test etme olanağı da verecektir. Öte yandan finansal gelişme olgusunun modele dahil edilmesi de bu sayede gerçekleştirilebilir.

6.1. Kamu Kesiminin Rolü

Ödemeler dengesi sorunları üzerinde kamu açıklarının rolünün ortaya konabilmesi, çoğunlukla ödemeler dengesi üzerinde kamu açıklarının etkisini göstermeyi mümkün kılan kamu yatırımları ve özel sektör tasarrufları ayrımının yapıldığı Keynesyen tip model aracılığı ile gerçekleştirilir. Ödemeler dengesi üzerinde kamu kesimi bütçe açığının etkisini ortaya koyabilmek amacıyla kullanılan bu yaklaşım “Ödemeler Dengesine Mali Yaklaşım (FBOP)” olarak adlandırılmaktadır.

Ödemeler dengesinin cari işlemler kısmı şöyle gösterilebilir:

$$IM - EX = I - S \quad (21)$$

Burada IM ithalatı, EX ihracatı gösterirken eşitliğin sağ tarafındaki I yatırımları S ise tasarrufları ifade etmektedir. Eğer burada kamu kesimi büyüklükleri ve özel sektör büyüklükleri birbirinden ayrılırsa ve eşitliğin her iki tarafından özel sermaye ve resmi sermaye akımları çıkarılırsa, standart FBOP eşitliğini elde edilir.

$$IM - EX - K_p - K_g = (I_p - S_p - K_p) + (I_g - S_g - K_g) \quad (22)$$

Burada K net sermaye akışını, p ve g indisleri sırasıyla özel kesime ve kamu kesimine ait büyüklükleri tanımlamaktadır. FBOP kuramcıları tarafından özel sektöre ilişkin finansal büyüklüklerin zaman içinde yüksek derecede tahmin edilebilir veya

çoğunlukla sabit olduğu varsayılmıştır. Bu yüzden eşitlik (21) aşağıdaki regresyon eşitliğiyle test edilebilir hale getirilebilir:

$$B = a + bD + e \quad (23)$$

Burada D kamu kesimi açığını, a özel sektöre ait büyüklükleri ifade eden sabit terimi, e ise hata terimini göstermektedir. FBOP'nin standart versiyonu Milne tarafından¹⁸, gelişmiş ve azgelişmiş ülkelerin oluşturduğu bir örnek için test edilmiştir. Milne 17 ülke için (bunlardan 7 tanesi gelişmiş, 10 tanesi ise azgelişmiş ülkedir) 'b' katsayısının istatistiki olarak anlamlı ve pozitif olduğunu tespit etmiştir. Aynı çalışmada 'b' katsayısının diğer 20 ülke için (10 gelişmekte olan ve 10 gelişmiş ülke) istatistiki açıdan anlamsız olduğu ve bir ülke için (Almanya) anlamlı fakat negatif olduğu bulunmuştur. Milne ödemeler dengesine mali yaklaşımın geçerliliğinin makalesinde ortaya çıkan sonuçlarla ispatlanmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Standart FBOP modelinde, yalnızca kamu açıklarının büyüklüğü ödemeler dengesini etkilerken bu açıkların finansman şekli ödemeler dengesini etkilemez

Standart MBOP modelinde ise, parasal ve mali politikalar arasındaki ilişki belirgin değildir. Kamu açığının miktarı, kamuya merkez bankası tarafından verilen yurtiçi krediler (dDC) ve özel sektör (dS) tarafından kamu kesimine verilen borç toplamına eşittir. Burada S kamu tahvillerinin satış hacmi olarak değerlendirilebilir. Sadece para politikası dDC'yi belirler ve yurtiçi kredi genişlemesinin maliye politikası boyutu göz ardı edilir. dDC ödemeler dengesi açısından dışsal bir değişken olarak kabul edilir ve bu para politikası aracının kullanımını etkilemek için kamu bütçe kısıtının var olmadığı düşünülür. Bu yüzden kamu açıklarının finansmanı aşağıdaki gibi gösterilir:

$$G - T = D = dDC + dS \quad (24)$$

Burada D, kamu açıkları, G ve T kamu harcamaları ve vergi gelirleri ve dS kamunun yerel ve yabancı özel sektöre olan borcundaki (nakit dışındakiler) değişiklikleri

¹⁸ E. Milne, "The Fiscal Approach to Balance of Payments", *International Monetary Fund*, DM/76/113, December, 1976, s.3-5.

gösterir. D'nin dS ve dDC arasındaki dağılımının sadece kamunun tercih meselesi olduğu varsayılır ve bu yüzden dDC standart MBOP rezerv akım eşitliğinde bir tercih değişkeni olarak yer alır.

Ödemeler dengesi uyum mekanizmasında kamu açıklarının rolüyle ilgilenildiği sürece, iç ve dış dengeler üzerinde kamu açıklarının finansman yönteminin ve kamu kesimi bütçe kısıtının dinamik etkilerinin analizleri ele alınmak durumundadır. Bu bağlamda S.J. Turnovsky iç ve dış dengelere ilişkin kapsamlı bir model geliştirmiştir¹⁹. Bu modelde para arzı artış oranı (dM/M) ve yurtiçindeki özel sektör tarafından elde tutulan kamu tahvillerinin faiz ödemeleri değişim oranının (dS/r) toplamı (burada r kamu tahvillerine uygulanan faiz oranını ifade etmektedir) reel anlamdaki kamu kesimi açığı (g) ve ödemeler dengesinin net sonucunun (B) toplamına eşittir:

$$dS/r + dM/M = g + B \quad (25)$$

Kamu bütçe kısıtı kavramıyla anlatılmak istenen, herhangi bir kamu açığının ya tahvil ihracıyla ya da para yaratımıyla finanse edilmek zorunda olmasıdır. İşte bu bağlamda Turnovsky kamu kesimi bütçe açığını ödemeler dengesi ve para stokundaki değişim oranı ile ilişkilendirmektedir. Bu yaklaşım helikopter atılan para varsayımından çok bankacılık sistemi tarafından yaratılan bir para kavramını ortaya koyan FBOP yaklaşımının MBOP yaklaşımına entegre edilmesi olarak değerlendirilebilir. İşte bu noktada model iç ve dış dengeler üzerinde kamu açıklarının finansman metodu ve kamu bütçe kısıtının dinamik etkileri doğrultusunda geliştirilecek ve böylece kamu bütçe kısıtı da göz önüne alınmış olacaktır.

6.2. Dışsallık Sorunu

Eğer ödemeler dengesi uyumu para arzındaki artışlar aracılığı ile ele alınıyorsa, “parasal tabanın yurtiçi kredi bileşenini hala kamu kesiminin elinde bulunan bir tercih değişkeni olarak kabul etmek gerçekçi olur mu?” sorusunun cevaplandırılması

¹⁹ S.J. Turnovsky, “The Dynamics of Fiscal Policy in an Open Economy”, *Journal of International Economics*, Vol.6, Mayıs, 1976, s.115-142.

gerekmektedir. Para otoriteleri tarafından kamu kesimi açıklarının finansmanı için arttırılan yurtiçi kredi hacminin dışsal olarak kabul edilmesi MBOP teorisinin temel varsayımlarından birisidir. MBOP yaklaşımının ortaya koyduğu rezerv akım eşitliği test edildiğinde, yukarıdaki varsayıma ilave olarak, çeşitli yazarlar tarafından şğıdaki varsayımların yapıldığı görölmektedir:

- 1) Para arzının yurtiçi bileşeni dışsaldır.
- 2) Küçük bir ülke için faiz oranları, fiyatlar, sermaye ve malların hareketliliği tamdır ve bunlar dışsal kabul edilir.
- 3) Reel gelirin artış oranı dışsaldır.

Reel gelirin, para arzının yurtiçi bileşeninin, faiz oranlarının ve fiyat düzeyinin ortak dışsallığı (joint exogeneity) gibi bu değerlerin bazılarının bireysel dışsallığı (individual exogeneity) da sorgulanmıştır. Mario Blejer beş Avrupa ülkesi için IR'deki değişikliklerle ilgili olarak DC'nin dışsallığını test etmiştir²⁰. Buna göre merkez bankasının iç ve dış varlıkları arasında negatif bir korelasyonun varlığı tek başına uluslararası rezervlerin yurtiçi kredi hacmindeki artışa bağlı olduğunu göstermez. Blejer iç kredi yaratımıyla döviz rezervlerindeki değişim arasında nedensellik ilişkisi olmadığı şeklindeki hipotezin, beş Avrupa ülkesinin tümünde reddedilirken, rezervlerdeki değişiklikler ile iç kredi yaratımı arasında karşılıklı bir etkileşimin olmadığı şeklindeki alternatif hipotezin beş durumdan sadece ikisinde reddedildiğini gözlemlemiştir. J.M. Johannes uluslararası rezerv değişikliklerinde fiyat düzeyi, reel gelir, yurtiçi kredi genişlemesi ve faiz oranının ortak olarak dışsal olduğu hipotezini test etmiştir ve en azından kısa dönemde sayılan değişkenlerin ortak dışsallığıyla ilgili sıfır hipotezini reddetmiştir²¹.

6.3. Modelin Belirlenmesi

Bu çalışmanın giriş kısmında belirtildiği gibi, burada kamu açıklarının finansman metotlarının ekonominin finansal yapısı tarafından etkilenebileceği görüşü

²⁰ M.I. Blejer, "On Causality and the Monetary Approach to Balance of Payments: The Euorean Experience", *European Economic Review*, Vol.12, July, 1979, s.289-296.

²¹ J.M. Johannes, "Testing the Exogeneity Specification Underlying the Monetary Approach to Balance of Payments", *Review of Economics and Statistics*, Vol.63, No.1, s. 29-34.

test edilecektir. Hipotez, sığ finansal yapıya sahip ekonomilerde, kamu açıklarının daha büyük bir bölümünü merkez bankasından karşılamak zorunda olduğu, çünkü az gelişmiş bir finansal yapıya sahip ekonomilerde kamunun satmak istediği kadar tahvili satamayacağı üzerine kurulmuştur. Eğer bu doğruysa merkez bankasının yurtiçi aktifleri, sadece tahvil piyasasından borçlanarak finanse edilmesi mümkün olmayan kamu açıklarını kapatmak için kullanılır ve bu merkez bankasının yurtiçi kredi genişlemesini finansal piyasaya bağımlı kılar. Bu hipotezin anlatmak istediği diğer bir husus, az gelişmiş finansal piyasaya sahip ülkelerin para politikası işlemlerinin daha gelişmiş piyasalara sahip olanlarınkinden farklı olmak zorunda olduğudur. Çünkü ilk ülke grubunda izlenecek para politikası kamu kesiminin finansal pozisyonu ile daha yakın bir ilişki içinde olma eğilimindedir.

Oluşturulacak model dünya fiyatlarının ve faiz oranlarının dışsal olarak ele alındığında bir açık ekonomi modelidir. Üretimin dışsal olarak belirlendiği varsayılmakta ve döviz kurunun tam esneklikten uzak olduğu, bir diğer deyişle sık sık merkez bankası müdahalesine konu olduğu kabul edilmektedir. Bu da dış fiyatlar (döviz kuru) ile iç fiyatlar arasındaki değişikliklerin para piyasasını dengeye getirici tek öge olmadığı aynı zamanda para akımlarında oluşan dalgalanmalardan etkilendiğini ima etmektedir. Daha doğrusu para piyasası dengesizlik akımları (money market disequilibrium flows) döviz kuru değişiklikleri (reel denge etkisi yaratan) ve uluslar arası rezervlerdeki değişikliklerin bileşimiyle giderilecektir.

Yurtiçi para piyasasından başlanarak, elde tutulan reel para miktarının aşağıda gösterilen log-linear formda olduğu varsayılmıştır;

$$\log md_t = a_0 + a_1 \log y_t - a_2 \pi_t^e \quad (26)$$

burada md reel para talebidir ve aşağıdaki biçimde hesaplanmaktadır:

$$md_t = MD_t / P_t \quad (27)$$

MD nominal para talebi, P yerel fiyat indeksi, y reel gelir düzeyi, π^e beklenen enflasyon oranı olarak tanımlanmaktadır. Rasyonel bekleyişler varsayımı altında π^e 'nin gerçekleşen enflasyon düzeyine eşit olduğu kabul edilebilir: $\log P_t - \log P_{t-1}$.

Öte yandan aşağıdaki bölümlerde π_t değişkeni $d \log P^t$ olarak gösterilecektir. Bu nedenle $d \log P_t = \log P_t - \log P_{t-1}$ olduğu için 'd' yüzde değişimi, t ise zamanı ifade eden indis olarak kabul edilmelidir.

Bu açıklamalara göre nominal para talebi şu şekilde formüle edilebilir:

$$\log MD_t = a_0 + a_1 \log y_t - a_2 \pi_t + \log P_t \quad (28)$$

Bu para talebi eşitliğinde yüzde değişim aşağıdaki şekilde gösterilir:

$$\frac{MD_t - MD_{t-1}}{MD_{t-1}} = d \log MD_t = b_0 + b_1 d \log y_t - b_2 (d \log P_t - d \log P_{t-1}) + d \log P_t \quad (29)$$

Döviz kurunu da modele dahil etmek amacıyla satın alma gücü paritesi şartının geçerli olduğunu varsayarsak yurt içi fiyat düzeyi 'P' şu şekilde yazılabilir:

$$P_t = r_t \cdot P_f \quad (30)$$

Burada r yerli ve yabancı para arasındaki döviz kuru ve P_f yabancı ülkeler için fiyat indeksidir. Modelimizde yabancı ülke daima ABD'dir; bu yüzden P_f ABD'deki toptan eşya fiyatları endeksidir ve r değişkeni ABD doları başına yerli para miktarıdır. Burada eşitlik (30) eşitlik (29)'da yerine konulursa aşağıda verilen (31) nolu eşitlik elde edilir:

$$d \log MD_t = b_0 + b_1 d \log y_t - b_2 (d \log P_t - d \log P_{t-1}) + d \log P_f + d \log r_t \quad (31)$$

Para stoku, parasal tabanla (MB) para çarpanının (m) çarpımına eşittir:

$$MS_t = m \cdot MB_t$$

Bu eşitlikte MS nominal para stokunu ifade etmekte ve para çarpanının kısa dönemde sabit kaldığı varsayılmaktadır.

Merkez bankası için bilanço dengesi şu şekilde yazılabilir:

$$MB = IR + DC - W \quad (32)$$

Burada IR net uluslararası rezervlerin yerel para cinsinden değeri, DC merkez bankasının yurtiçi aktifleri, W ise yurtiçi parasal tabanın döviz kurundaki dalgalanmalardan etkilenmesini önlemek için dış aktifler üzerinden işletilen yeniden değerlendirme hesabıdır. W'nin genel fonksiyonel şekli şöyle olacaktır:

$$W = W(r) \quad (33)$$

Net dış aktiflerin yerel para cinsinden değeri şu şekilde yazılabilir:

$$IR = r.F \quad (34)$$

Burada F merkez bankasının net dış aktiflerinin ABD doları cinsinden değeridir. Döviz kuru değiştiğinde bu değişikliğin merkez bankası bilançosu üzerindeki etkisi şu şekilde gösterilebilir:

$$dMB = Fdr - \frac{dw}{dr} \cdot dr = 0 \quad (35)$$

ve parasal tabanın kur değişikliklerinden etkilenmemesi için,

$$\frac{dw}{dr} = F \quad (36)$$

olacaktır. Bu durumda parasal tabanda meydana gelecek bir değişiklik aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$dMB = dr.F + r.dF + dDC - \frac{dw}{dr} dr \quad (37)$$

$$dMB = r.df + dDC \quad (38)$$

Buna göre, para arzında meydana gelecek yüzde değişme ise

$$\frac{dMS}{MS_{t-1}} = \frac{m \cdot dMB}{m \cdot MB_{t-1}} = \frac{dMB}{MB_{t-1}} \quad (39)$$

olacağından ve 'm' nin sabit olduğu varsayıldığı için, (38) nolu eşitlik (39)'da yerine konulduğunda,

$$dMS/MS_{t-1} = r \cdot dF/MB_{t-1} + dDC/MB_{t-1} \quad (40)$$

elde edilir. Para piyasasındaki denge zamanın her noktasında aşağıdaki koşulların geçerli olmasını gerektirir.

$$MS_t = MD_t \quad (41)$$

Bu da para piyasasında ortaya çıkacak bir dalgalanmanın şu koşula göre giderilmesi gerektiğini ifade eder:

$$(MD_t - MD_{t-1})/MD_{t-1} = (MS_t - MS_{t-1})/MS_{t-1} \quad (42)$$

(31) ve (40) nolu eşitlikler yukarıda elde edilen son eşitlikte yerine konulursa:

$$r_t \cdot dF_t/MB_{t-1} - \Delta \log r_t = b_0 + b_1 \Delta \log y_t - b_2 (\pi_t - \pi_{t-1}) + \Delta \log pf_t - dDC_t/MB_{t-1} \quad (43)$$

elde edilir. Böylece standart MBOP kuramında kamu açıklarının finansmanı aşağıdaki şekli alır:

$$FIN_t = dDC_t + SD_t + Sf_t \quad (44)$$

Burada FIN kamu açıklarının finansman miktarını göstermektedir ve dolayısıyla kamu açıklarının ters işaretlisine eşittir:

$$FIN_t = -DEF_t \quad (45)$$

burada DEF kamu kesimi bütçe açığını, Sf yabancılar tarafından alınan kamu tahvillerini, SD ise yurtiçindekilerin elde tuttıkları kamu tahvillerindeki değişiklikleri göstermektedir. Kamu açıklarının yurtiçi kaynaklardan finansmanı (DEFD) şu şekilde olacaktır:

$$DEFD = DEF - Sf \quad (46)$$

Bu çalışmada kamu açıklarının yurtiçi kaynaklardan finansmanı ile ilgili olarak, diğer kaynaklara göre merkez bankasının payıyla ilgilenilecektir. Dolayısıyla dDC değişik şekillerde aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$dDC_t = a \cdot FIND_t \quad \text{veya} \quad dDC_t = a \cdot DEFD_t \quad (47)$$

Görüldüğü gibi kamu açıklarının yurtiçi kaynaklardan finansmanı ile kamu kesiminin merkez bankasından aldığı ödünçler arasında sabit bir ilişki olduğu varsayılmaktadır.

(43) nolu eşitlik (47) nolu eşitlikte yerine konulduğunda model son şeklini alacaktır:

$$r_t \frac{dF_t}{MB_{t-1}} - d \log r_t = b_0 + b_1 \Delta \log y_t - b_2 (\pi_t - \pi_{t-1}) + b_3 \Delta \log Pf_t - a \frac{DEFD_t}{MB_{t-1}} \quad (48)$$

Eşitlik (48) para piyasasında herhangi bir dengesizliğin döviz kurunda ortaya çıkacak değişikliği ya da uluslararası rezervlerdeki uyum veya her ikisi tarafından giderilebileceğini ileri sürer. Bu yüzden elde edilen model, tüm döviz kuru sistemleri için uygulanabilir bir niteliğe sahip olmaktadır. Bu çalışmada finansal piyasalar ne kadar sığ ise elde edilecek "a" katsayısının da o derece büyük olacağı, finansal gelişme düzeyi arttıkça "a" katsayısının değerinin düşeceği ve hatta derinleşmiş bir finansal piyasaya sahip olunması durumunda negatif değer alabileceği öngörülmektedir. Bu hipotezin test edilmesi, finansal gelişme düzeyinin ölçülmesini ve yukarıda elde edilen (28) nolu eşitlik çerçevesinde değerlendirilmesini gerekli kılmaktadır. İzleyen

bölümlerde önce finansal gelişmeyi ölçebilmek amacıyla kullanılacak göstergeler ele alınacak ve daha sonra bu hipotez test edilecektir²².

²² Farhadian-Ziba, a.g.e., s.13-21

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL GELİŞMENİN TANIMI VE ÖLÇÜMÜ

Bu bölümde, finansal gelişmenin tanımı yapılacak ve finansal gelişme göstergeleri ele alınacaktır. Ancak finansal gelişmenin tanımlamasına geçmeden önce, çalışmanın amacını özetlemek için test edilecek temel hipoteze kısaca göz atmak bu bölümün amaçlarını ortaya koymak açısından gereklidir. Bu çalışmanın temel amacı; bir ülkenin gelişmiş bir finansal yapıya sahip olması durumunda, kamunun daha kolay borçlanacağı ve açıklarını daha çok borçlanma yoluyla finanse edeceği ve bunun ödemeler dengesi üzerinde olumlu sonuçlar doğuracağı hipotezini test etmektir. Yurtiçi kredi genişlemesinin finansal piyasalardaki yapısal faktörlere bağlı olduğu üzerine kurulan bu hipotez; “ödemeler dengesine parasal yaklaşım kuramı” modeli içinde mali değişkenler yer almadıkça bu yaklaşımın yetersiz olacağı üzerinde odaklanır.

1. FİNANSAL GELİŞMENİN TANIMI

Fiyat mekanizmasını kullanarak kaynak dağıtım sürecini oluşturmaya çalışan ve piyasa merkezli ekonomi çerçevesinde örgütlenen ülkelerin ekonomik kalkınma süreçlerinin temel özelliği, bu ülkelerde kalkınmanın finansmanını sağlamaya yönelik olarak faaliyette bulunan finansal kurumların sayı ve çeşitlerinde artış olması ve sadece ekonomideki para arzının değil, aynı zamanda toplam finansal varlık stokunun da milli gelir içindeki payının büyük oranda yükselmesi şeklinde ifade edilebilir²³ Ekonomik gelişmenin temel aşamalarını geçirmiş olan her ülke, kısa sürede bazı finansal araçlar (bozuk parayla başlayan) elde etmiştir. Bununla birlikte, finansal kuruluşlar da ekonomik gelişmenin neredeyse ilk aşamalarında gelişmeye başlamıştır. İşte finansal araçlar ve kuruluşların birleşimi sonrasında herhangi bir zaman aralığında bir ekonominin finansal yapısı kendi özelliğini kazanmaya başlar. Finansal gelişme, bu

²³ Öçal-Çolak, a.g.e., s.251.

finansal yapının zaman içinde gösterdiği değişim olarak tanımlanır. Finansal gelişme finansal araçların (yükümlülük ve aktifler) ve finansal kurumların sayı ve çeşitlerinde meydana gelen bir artıştır. Bu çalışmada finansal gelişme kavramından temel olarak anlaşılması gereken, finansal gelişmenin tasarrufları teşvik etmesi ve bunların yatırımlara aktarılmasını kolaylaştırmasıdır²⁴. Bu yüzden finansal gelişmeyi tanımlarken ekonomide Finansal sistemin serbestleşmesi, genişlemesi ve derinleşmesiyle ilgilenilecektir.

1.1. Finansal Baskılar

Gelişmekte olan ülkelerde, özellikle 1960 ve 1970'li yıllar başta olmak üzere 1980 öncesi dönem finansal politikaların temel amacı, yatırımlara düşük maliyetli finansman sağlayarak endüstrileşmeyi ve gelişmeyi sağlamak olmuştur. Bu amaçla faiz oranları kontrol altında tutulurken, selektif kredi politikaları yoluyla finansal akım kontrolleri sağlanmıştır. Kamu sektörü, temel yatırımcı fonksiyonuyla yatırımlarda başı çekerken, anahtar alanlardaki özel sektör faaliyetleri de desteklenmiştir²⁵

Gelişmekte olan ülkelerde yaygın olarak uygulanan finansal baskı, genel anlamda finansal piyasalara devlet müdahaleleri olarak tanımlanabilir. Mc. Kinnon finansal baskıları, finansal araçların faaliyetlerini engelleyen tüm politikalar ve düzenlemeler olarak tanımlar²⁶. Bacchetta ise finansal baskıyı, bireysel tasarrufların veya finansal yatırımcıların elde ettiği yurtiçi getiri oranının (r^D) yurtdışı getiri oranından (r^*) düşük, firmalar açısından yatırım finansman maliyeti oranının (r^F) yurtdışı finansman maliyeti oranından yüksek olduğu bir durum olarak tanımlar. Buna göre finansal baskı ortamında $r^F > r^* > r^D$ olmaktadır. Bacchetta bu tanımlamadan yola çıkarak liberalize edilmiş bir yurtiçi ekonomiyi ise $r^F = r^* = r^D$ eşitliği ile tanımlamış ve ekonomi liberalize edildiğinde oranlar arasındaki tüm farkların (spreads) ortadan kalktığını ortaya koymuştur²⁷. En genel anlamda finansal baskı uygulamaları finansal araçların örtük vergilenmesi (implicit taxation) şeklindedir. Örneğin;

²⁴ Farhadian-Ziba, a.g.e., s.20-22.

²⁵ Akçay, a.g.e., s.46.

²⁶ R. I. McKinnon, *Money and Capital in Economic Development*, Brookins Institution, Washington D.C., 1973, s.12.

²⁷ George M. Von Furstenberg and Michele Fratanni, 'Indicators of Financial Development', *North American Journal of Economics and Finance*, 7(1) (1996), s.2.

- a) Düşük getirili (low-yield) zorunlu karşılıklar
- b) Mevduatlara veya kredilere uygulanacak faiz oranlarına konan tavanlar
- c) Parasal aktifler üzerindeki enflasyon vergileri

Fry, 26 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan bir çalışmasında²⁸ yalnız enflasyon vergisinin yaklaşık olarak GSYİH'in yüzde 2.8'ini oluşturduğunu ortaya koymuştur. Buna ek olarak, Giovannini ve De Mole 22 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmalarında²⁹, sermaye kontrolleri ile birlikte faiz tavanları şeklinde gerçekleşen finansal baskılarla sağlanan mali gelirin yaklaşık olarak GSYİH'nın yüzde 1.8 'ini oluşturduğunu tahmin etmiştir. Bu tür mali gelirlerin büyüklüğü doğrudan vergileme (explicit taxation) yoluyla sağlanan mali gelirlerle karşılaştırıldığında, finansal baskıların yasal vergi düzenlemelerinden daha esnek olmasından kaynaklanan avantajlarının yanında, vergi gelirinin bir kaynağı olarak finansal baskılara niçin bu kadar sıklıkla başvurulduğunu açıklamayı da mümkün kılar. Bu mali kazançların yanında, finansal baskıların 3 kategoriye ayırabilecek maliyetleri vardır:

a) Faiz oranlarındaki dengesizliklerden kaynaklanan bir maliyet söz konusudur. Bankaların uyguladıkları mevduat faiz oranları üzerine konan tavanlar transfer edilen fonların (intermediated funds) hacmini sınırlar ve kredi maliyetlerinde yapay bir artışa neden olur. Aynı etki finansal araçlarının maliyetlerini arttıran yüksek zorunlu karşılık oranlarının uygulanması ile de ortaya çıkar. Ödünç verilen fonlara uygulanan faiz oranları üzerine getirilen tavanlar kredi tayinlemesine yol açar³⁰. "Söz konusu kredi tayinlemesi açılan kredi karşılığında alınacak teminatın niteliği, açılacak kredinin büyüklüğü, kredi verilecek firmanın piyasadaki imajı, bankacılık sistemi üzerindeki politik baskılar ve kredinin açılmasına karar verecek yetkililere sağlanacak çıkarlar

²⁸ M.J. FRY, *Money, Interest and Banking in Economic Development*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore 1988, s.189.

A. Giovannini – E. DeMole, "Impact of Inflation on Fiscal Policy in Developing Countries", *International Monetary Fund Staff Papers*, (10), 1992, s.18-39.

³⁰ J.Claude Berthelemy-Aristomene Varoudakis, "Models of Financial development and Growth," *Financial Development and Economic Growth* (London and New York:Routledge,1996), s.22-23.

şeklinde görülebilir. Genel olarak bu yöntemler fiyat mekanizmasından daha düşük oranda etkin oldukları için yatırımların etkinliğinde bir azalmaya neden olabilir³¹.

b)Düşük faiz oranlarının tasarrufları caydırıcı bir etkiye sahip olabilmesi diğer bir maliyet unsurudur.

c)Faiz oranları üzerinde kronik baskıların oluşması nedeniyle, finansal sektörün genişlemesinin sınırlanması diğer bir maliyet unsurudur. Tasarrufların belirli bir miktarı için, faiz oranları üzerindeki yapay tavanlar ekonomideki bankacılık sektörünün hacminin daralmasına yol açar ve finansal araçlardan kaçışa neden olur. Diğer taraftan, finansal piyasaların hacmindeki bir daralma tasarruflardaki bir azalışla eş anlı olarak gelişir. Finansal sektörün hacmindeki daralma ve finansal aracılığın etkinliğinin azaltılması aynı zamanda ekonomik büyümeyi de negatif olarak etkileyecektir.

Etkin kaynak dağılımı ve büyüme üzerine olumsuz etkilerine rağmen finansal baskı politikalarının uygulanmasının, makro ekonomik çıkarlar bağlamında yararlı olduğu öne sürülebilir. Uygulanan vergilemenin yansız olmadığı varsayımı altında, vergilemenin marjinal maliyetini dengelemek açısından farklı vergileme tiplerinin oluşturulması zorunlu olabilir. Rovbini ve Sala-i-Martin'e göre finansal baskının marjinal maliyeti yüksek olsa bile, eğer finansal sistem etkinlikten oldukça uzak ise ve bu vergi kaçakçılığının genişlemesine yol açıyorsa doğrudan vergileme (explicit taxation) ve finansal baskının yarattığı sonuçlar karşılaştırılabilir³². Vergileme optimal düzeyde (mali geliri maksimize edecek biçimde) olsa bile eğer ekonomide vergi kaçakçılığı yaygınrsa, kamu harcamalarının karşılığı yoktur, bu durumda belirli ölçüde bir finansal baskı tercih edilebilir. Bunun yanında ek bir finansal gelir, faiz oranları üzerine konan tavanlar sonucu kamu borç faiz ödemelerinde bir düşüş yaratılmasıyla sağlanan tasarruflardan elde edilebilir. Diğer ek bir gelir, parasal tabanda suni bir artışla (bankacılık sisteminin etkin olmaması yüzünden işletme sermayesinde bir artış, zorunlu karşılıklarda bir yükseliş) bağlantılı olarak enflasyon vergisinin artmasıyla sağlanabilir. Bencivenga ve Smith benzer nitelikte bir çözüme daha işaret

³¹ İlyas Şıklar, "Gelişmekte olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar." Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1991), s. 42-43.

³² B. Rovbini - Sla-I Martin, "Finacial Reform and Capital Flows in a Developing Economy", *International Monetary Fund Staff Papers*, (10), 1992, s.451-89.

etmektedirler³³. Buna göre ikinci bir çözüm şekli; bütçe açığının parasallaşma yoluyla kapatılmak zorunda olduğu bir durumda, etkin kaynak dağılımının ortadan kalkması ile yüksek zorunlu karşılıklar şeklindeki finansal baskı sonucu oluşan enflasyon vergisinin artması arasında uygun bir orta nokta bulunabilir. Buna göre bütçe açıkları ne kadar yüksekse, finansal baskı politikalarının o kadar uygun olduğu düşünülebilir.

Finansal serbestleşme programlarının uygulandığı Latin Amerika ülkelerinde (Arjantin, Şili, Uruguay) yaşanan deneyimlerin, makro ekonomik istikrarsızlık koşullarında böylesi programların başarı şansının az olduğunu ileri sürülmüştür. Enflasyonun yüksek olduğu istikrarsız ekonomilerde (genellikle kontrol edilmeyen bütçe açıkları yüzünden) faiz oranlarının serbestleştirilmesi reel faiz oranlarında bir yükselmeyi beraberinde getirecektir. Bu durum kısa dönemde ekonomik aktiviteler üzerinde durgunluk etkisine yol açabilirken, aynı zamanda bankacılık sektörünün savunmasız konuma gelmesine neden olabilir. Faiz oranlarının serbestleştirilmesiyle sermaye kontrollerinin kaldırılması bu koşullar altında piyasada reel döviz kurunun değerlenmesine yol açabilir. Bu durum ekonomide yasadışı aktivitelerin (strangle activity) ortaya çıkmasına sebep olabilecektir ve sonuçta ödemeler dengesi krizlerine neden olacaktır. Bu türden ekonomiler daha önceki finansal baskı politikalarına geri dönmek zorunda kalacakları için finansal serbestleşme stratejisi sürdürülemez hale gelecektir³⁴.

1.2. Finansal Baskı Politikalarının Uzun Dönemli Sonuçları

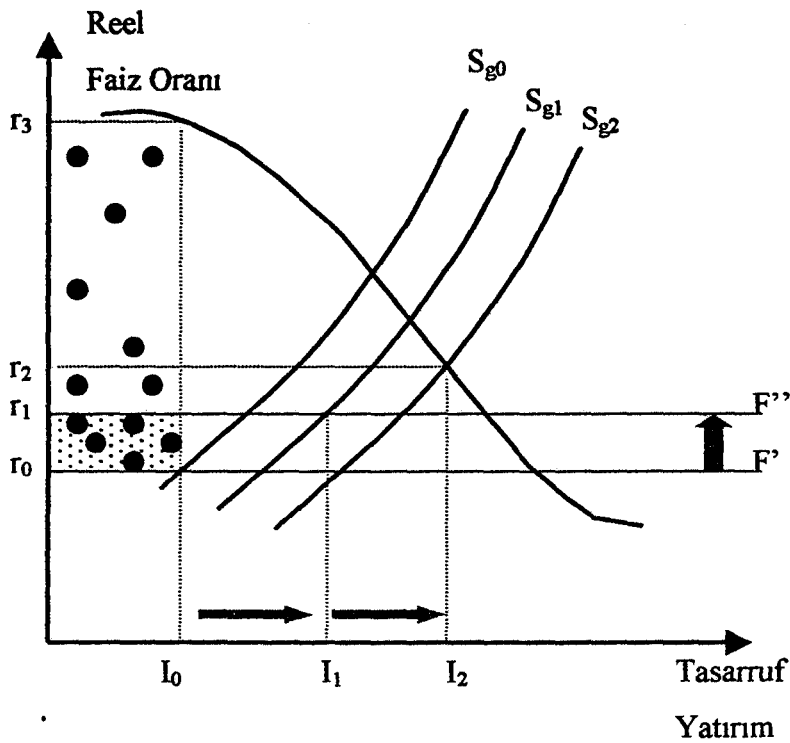
Faiz oranı tavanları uygulamaları ve finansal kurumlar arasındaki rekabeti kısıtlayıcı düzenlemeler bir kalkınma politikası olarak düşünülen politiklardır. Uygulanan bu tür politikaların gelişmekte olan ülkelerin bazılarında başarılı sonuçlar vererek risk unsurunu azalttığı görülmüştür. Ancak uzun dönemde ortaya çıkan sonuçlar, kredi tahsisine getirilen kapsamlı yönlendirmelerin ve piyasa düzeyinin altında tutulan faiz oranlarının 70'li yılların ortalarından itibaren yaşanan ekonomik istikrarsızlıkların temel nedeni olarak değerlendirilmesine neden olmuştur. Ek olarak

³³ Bencivenga – Smith, a.g.e. s.145.

³⁴ Berthelemy-Varoudakis, a.g.e.,s.23-25.

sunulan bu bölümde gelişmekte olan bir ekonomide finansal kısıtlama ve kontrollerin uzun dönemde ortaya çıkartabileceği dengesizlikleri ele alacağız.

Gelişmekte olan bir ekonomide finansal kurumlar tasarruf sahipleri ve girişimciler arasında fon aktarımını gerçekleştiren aracı kurumlar olarak değerlendirilmekte, tasarruflar ise reel faiz oranının artan bir fonksiyonu olarak ele alınmaktadır. Aşağıda yer alan şekle göre, g_0 , g_1 , g_2 gibi çeşitli ekonomik büyüme hızlarını gerçekleştirmek için gerekli olan tasarruf miktarları sırasıyla S_{g0} , S_{g1} , S_{g2} olmaktadır. Ülkede uygulanmakta olan finansal kontrol politikası faiz oranlarının kontrol altında tutulmasından ibarettir ve bu durum reel faiz oranının piyasa denge düzeyinin altında kalmasına neden olmaktadır. Bu durumda şekildeki FF doğrusu finansal kontrolü temsil etmektedir. r_0 düzeyinde sabit kalan reel faiz oranı ve bu faiz oranından ekonomide yapılan S_{g0} 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 mevduata ödedikleri ve kredilerden elde ettikleri faiz oranı arasındaki fark, bankaların mevduatlara uyguladığı faiz oranı sabit kaldığı için, faiz dışındaki rekabette kullanılacaktır. Örneğin bu şekilde elde edilen banka karları yoğun olarak yürütülen reklam kampanyaları ya da en küçük yerleşim birimlerinde bile açılacak yeni şubelerle çok şubeli bankacılığı teşvik edecektir.



Şekil 3. Finansal Kontrol Politikalarının
Sonuçları

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 yitirmeyen ve arzı sabit olan aktifler ele alınarak gösterilebilir. Enflasyonunu hızlandığı bir dönemde ekonomik birimler 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 toprak 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 fiyatlar genel 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 bu artışın hem bugünkü hem de gelecekteki tüketimi arttırdığını ortaya koyduğundan, cari gelirden bir değişim olmaksızın artan tüketim tasarrufları azaltacaktır.

Aslında finansal kontrol politikalarının uygulandığı bir çok gelişmekte olan ülkede yürürlükte olan faiz oranı tavanları sadece mevduatlar için değil krediler için de geçerlidir. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerin pek azında rekabetçi yapıya sahip bir bankacılık sistemi görülmektedir. Böyle bir ortamda ticari bankalar telafi edici balans uygulaması ile kredi faiz oranı tavanlarından kurtulma olanağına sahiptirler. Ancak, kredi faiz oranlarına tavan uygulanması durumunda bankacılık sisteminin kaçınılmaz olarak daha yoğun bir şekilde başvurduğu yöntem kredi tayinlemesidir. Bu uygulamada da krediler yatırım projesinden beklenen verimliliğe göre değil, işlem maliyetlerine ve kredinin batma riski konusundaki beklentilere göre dağıtılmaktadır. Kredi karşılığında alınacak teminatın kalitesi, kredinin büyüklüğü, kredi talebinde bulunan firmanın piyasadaki ismi, politik baskılar ve rüşvet kredi dağılımında etkili olabilecek unsurlardır. Yukarıdaki şekilde yer alan noktalar bu şartlar altında finanse edilen yatırımları göstermektedir. Finansal piyasalarda uygulanan kredi faiz oranı tavanları bankaların risk üstlenmekten kaçınmalarına neden olacaktır. Zira söz konusu tavanlar etkin bir şekilde uygulanmakta ise, yani bankaların telafi edici balans uygulaması aracılığı ile yükselttikleri faiz oranı yetersiz kalıyorsa, risk primini faiz oranına ekleme olanağı ortadan kalkacağı için yüksek verimliliğe sahip yatırımların gerçekleştirilmesi olanağı azalır. Böylece, finansal kontrollerin etkin bir şekilde uygulandığı bir ekonomide faiz oranı tavanlarının hemen üzerinde bir gelir getiren yatırımlara doğru bir yönelme eğilimi olacaktır. Bu tür yatırımlar FF doğrusunun hemen üzerindeki taraflı alanda yer alan noktalarla gösterilmektedir. Buna göre faiz oranlarına tavan uygulanması ile simgelenen finansal kontrol politikaları üç şekilde ekonomide dengesizliklere neden olmaktadır:

(1) Düşük faiz oranları cari gelirden tüketime ayrılan payı arttırmaktadır; bu da tasarrufların optimum düzeyin altında gerçekleşmesine neden olmaktadır.

(2) Elleri tasarruf bulunduran ekonomik birimler bu fonları mevduata dönüştürmek yerine kendileri direkt olarak düşük getirili yatırımlara yönlendirebilirler.

(3) Düşük bir faiz oranından istedikleri kadar borçlanma olanağı bulan yatırımcılar, ucuz maliyetli bu sermaye ile sermaye yoğun yatırım projelerini tercih edebilirler.

Selektif kredi politikaları ile desteklenen bir finansal kontrol politikası uygulanması 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 düzeyde sübvans edilmiş faiz oranı uygulamak zorunda bırakılabilirler. Reel anlamda negatif 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 temel nedenlerinden bir tanesidir. Yüksek bir batık kredi oranı, yatırımlar için daha az miktarda fon kalmasına neden olacağından finansal sistemin esnekliği ve büyüklüğü düşerken, sistemin hassasiyeti de artacaktır.

Ekonomide başlangıçta uygulanan faiz oranı tavanının r_0 'dan r_1 'e yükseltilmesi (şekilde FF doğrusunun FF' durumuna gelmesi) tasarruf ve yatırımları arttıracaktır. Reel faiz oranında görülen artış tasarruf fonksiyonunu etkiler. Öte yandan yükselen reel faiz oranları daha önceki faiz oranından gerçekleştirilmesi karlı olan yatırımları artık karlı olmaktan çıkarır. Şekilde bu tür yatırımlar taralı alanda kalan noktalaradır. Zira bu 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 S_{e1} 'e kaydırır. Buna göre tasarruf sahiplerinin gelirini ve yatırımların verimliliğini arttıran yüksek bir reel faiz oranı daha fazla yatırımın gerçekleşmesine neden olmaktadır. Sonuçta miktar ve kalite olarak artan yatırımlar her iki yoldan da ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkiye sahip olmaktadır.

1.3. Finansal Liberalizasyon

Müdahaleci politikalar uygulayan gelişmekte olan ülkelerde ekonomik krizin derinleşmeye başlaması ile bu tür politikalar ağır eleştirilerle karşı karşıya kalmıştır.

Krizlerin altında yatan sebeplerin temelinde müdahaleci politikaların bulunduğu görüşü ağırlık kazanmaya başlamış ve finansal liberalizasyonun büyümenin ve istikrarın yeniden sağlanmasında etkin olacağı kabul edilmiştir.

Finansal liberalizasyon, nominal faiz oranı için piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkan mali baskı uygulamasına ve kredi sınırlamalarına son verilerek, faiz oranlarının idari kararlar dışında serbest piyasa koşullarına göre oluştuğu bir süreci ifade etmektedir³⁵. Ancak finansal liberalizasyonu destekleyen ve eleştiren çok sayıda görüşün literatürde geniş biçimde tartışıldığını da belirtmemiz gerekir. Söz konusu görüşler temel hipotezleri ile aşağıdaki bölümlerde kısaca ele alınacaktır.

1.3.1. Yeni Klasik Yaklaşım

Bu yaklaşımına göre, gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalar kamu otoriteleri tarafından baskı altında tutulmakta ve faiz oranları idari nitelikteki kararlarla piyasada oluşabilecek düzeyin altında tutularak kredi tayinlemesi uygulamalarına gidilmektedir. Bu ülkelerde kalkınmayı sınırlayan temel faktör karlı yatırım alanlarının bulunmaması değil, tasarrufların ve yatırılabılır fonların yetersizliğidir. Bu duruma yol açan mali baskı (financial repression), nominal faiz oranına piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Böyle bir uygulamaya gidilmesine, söz konusu ülkelerde yer alan oligopolistik yapıdaki finansal kuruluşlar büyük oranda neden olmaktadır. Nominal faiz oranlarına getirilen tavanlar, bazı ülkelerde önemli ölçüde düşük ve negatif reel faiz oranlarının oluşmasına yol açmaktadır. Özellikle yüksek enflasyonist koşulların yaşandığı bu ülkelerde, mevduat ve kredi faiz oranları arasındaki marj oldukça genişlemiş ve baskı altındaki faiz oranları, tasarrufların azalması ve böylece yatırımların ve ekonomik büyümenin yavaşlaması sonucunu doğurmuştur³⁶.

Bu yaklaşıma göre, finansal liberalizasyonla birlikte yurtiçi özel tasarrufların gelire oranı artma eğilimindedir. Finansal serbestleşme sonucu daha yüksek reel faiz oranlarıyla tasarruflar daha kazançlı olacak ve tasarruf sahipleri yerel aktif

³⁵ Belgin Akçay, "Mali Sistemde Faiz", *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, (Nisan 1996), s.43-46

³⁶ Öçal-Çolak, a.g.e., s. 253.

portföylerini çeşitlendirme fırsatı sağlamak gibi kazançlar elde edeceklerdir. Finansal kurumların reel anlamda büyümesi daha fazla yatırımcının fon kaynağına ulaşmasını sağlayacak ve tasarruf sahiplerinin fonlarını yatırımcılara aktarmalarını teşvik ederek, onlar için fon kaynağının daha ucuz elde edilmesini sağlayacaktır. Tasarruf sahipleri de şimdiki tüketim isteklerini oransal olarak azaltan gelir elde etme beklentilerinde artışla birlikte daha uzak bir gelecek için tasarruf planlarında bir değişiklik yapacaklardır. Diğer taraftan faiz oranlarının yükselmesine bağlı olarak artan tasarruflar tüketimi kısıcıcı bir etki yaratacak ve böylece enflasyonist baskılar da ortadan kalkacaktır. Son olarak, tasarruf artışıyla yatırıma dönüştürülecek kaynaklar artacak ve ekonomik büyüme hızlanacaktır.

Serbestleşmeyle birlikte, yerel fonların ülkeden kaçışı tersine dönecektir, faiz oranları ve döviz kurunun nispi fiyatları üzerindeki denetlemeler kaldırıldığında yabancı sermaye piyasalarına ulaşım daha kolay olacak ve dış ülke tasarrufları ülke içine çekilebilecektir.

Finansal serbestleşme sonucunda, finansal piyasaların çeşitlenmesi ve genişlemesiyle tasarrufların daha etkin bir biçimde dağılımının yolu açılacak ve yatırım fırsatlarını tasarruf akımları karşılayacaktır. Baskı altındaki bir ekonomide tasarruflar genellikle tasarruf sahiplerinin kendi yatırımlarına akmaktadır, bu ekonomilerde oto finansman hakimdir. Serbest bir ekonomide tasarrufçulara daha geniş bir portföy seçeneği sunulur. Tasarruf sahipleri için piyasa geniştir, daha geniş vade seçenekleri vardır ve risk elde edilebilir ve alternatiflerin karşılaştırılabilmesi için bilgi daha ucuz olarak elde edilebilir.

Shaw'a göre finansal baskı altında tutulan ekonomilerde politik oyunların adı müdahaleciliktir. Parasal değerler elde tutulmadığından fiyat kontrollerine ihtiyaç duyulur, döviz kuru aşırı değerlendirildiği için karmaşık tarife uygulamaları, ithalat lisansları ve farklılaştırılmış ihracat primleri zorla uygulamaya konulur. Tasarruflar kıt olduğundan krediler sınırlandırılır. Nispi fiyatların durağan olduğu bir ekonomide piyasaların otomatik olarak dengeye gelmesi için müdahalecilik uygulamaları bırakılmalıdır³⁷.

³⁷ Edward S. Shaw, *Financial Deepening in Economic Development* (London: New York Oxford University Press, 1973), s.9-11.

Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının, tasarrufları arttırarak yatırımlara ve ekonomik büyümeyi hızlandıracağını ileri süren yeni klasik yaklaşıma karşın, bunun tam aksini savunan yaklaşımlar da vardır. Yeni Keynesyen ve Yeni Yapısalcı yaklaşımlar, liberalizasyon politikalarının tasarrufları ve yatırımları azaltarak büyümeyi yavaşlatacağını savunmuşlardır.

1.3.2. Yeni Yapısalcı Yaklaşım

Bu yaklaşım, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi yavaşlatarak enflasyonu yükselteceğini ileri sürmektedir. Yeni yapısalcı yaklaşıma göre, gelişmekte olan ülkelerde piyasa şekilleri mark-up fiyatlama temeline dayanmaktadır. Finansal liberalizasyonla birlikte serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile üretim maliyetleri artmakta, bu artış mark-up fiyatlama davranışı yoluyla fiyatlara yansıtılmaktadır. Yani, finansal liberalizasyon, faiz oranlarının yükselmesine yol açarak enflasyonu hızlandırıcı bir etki yapmaktadır.

Yeni yapısalcı yaklaşıma göre, gelişmekte olan ülkelerde resmi (organize olmuş) mali piyasaların yanı sıra, gayri resmi (organize olmamış) mali piyasalar da fon arz ve talebi sürecinde rol oynamaktadır. Bu ülkelerde ödünç verilebilir fonların bir kısmı organize olmamış piyasalara yönelmektedir. Dolayısıyla, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar, fon arz ve talebinde bulunurken hem resmi bankacılık sistemini hem de gayri resmi ya da organize olmamış piyasaları kullanmaktadır. Bu yaklaşıma göre, finansal liberalizasyon sonucunda serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile resmi bankacılık kesiminde toplanan mevduat artarken, organize olmamış mali kesimde toplanan fonlar azalacaktır. Yani organize olmamış piyasadan bankacılık sistemine bir fon akışı gerçekleşecektir. Bu arada bankacılık sisteminde kanuni karşılık tutma zorunluluğu varken, organize olmamış piyasada böyle bir zorunluluğun bulunmadığı dikkate alındığında, organize olmamış piyasadan bankacılık sistemine olan fon akışı, her iki sistemde toplanan yatırıma dönüştürülebilir kaynakların azalmasına yol açacaktır. Sonuç olarak, yatırımlar gerileyecek ve büyüme hızı düşecektir. Bu bakımdan yeni yapısalcı görüş, mali baskının gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının yükselmesini önleyerek yatırımların ve ekonomik büyümenin hızlanması sonucunu doğurabileceğini, enflasyonu ise aşağı çekici bir etki yapacağını

ileri sürmektedir. Yine bu görüşe göre, mali baskı söz konusu olduğunda tasarrufların artması için, organize olmuş ve organize olmamış mali piyasaların etkin bir şekilde çalışması gerekir. Bunu sağlayacak olan da, hane halkının portföy tercihinin söz konusu piyasalardaki kullanılabilir fon arzını (tasarrufları) artıracak şekilde değişmesidir.

1.3.3. Yeni Keynesyen Yaklaşım

Yeni Keynesyen yaklaşım yatırımların finansmanında önceliği tasarruf sahiplerine değil bankalara vermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde tahvil ve hisse senetlerinin alınıp satıldığı gelişmiş piyasaların bulunmayışı nedeniyle bankaların aracılık fonksiyonu çok önemlidir.

Öte yandan, Yeni Keynesyen yaklaşıma göre, faiz oranlarındaki bir artış yatırımları caydırıcı bir etki yaparak, toplam talebi daraltmakta ve finansal bozukluklara yol açarak büyüme hızını düşürmektedir. Söz konusu yaklaşıma göre, yatırımların finansman şekli büyüme hızını etkilemektedir. Nitekim para devreye girmekte ve önem kazanmaktadır. Hızlı bir büyüme için kredi miktarının da artması gerekmektedir. Çünkü büyüme, yatırımcıların kendi birikimlerinden daha çok bir yabancı kaynağı kullanmaları anlamına gelmektedir.

Yeni Keynesyen yaklaşıma göre, finansal liberalizasyon her zaman tasarrufları ve yatırımları artırarak büyümeyi hızlandırıcı ve enflasyonu düşürücü bir etki yaratmamaktadır. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde önemli ölçüde bir finansal istikrarsızlık sorunu vardır. Finans sektöründe istikrarın sağlanabilmesi için, yalnızca yatırımların finansmanı için gerekli olan kaynakların mevcut olması yeterli olmamakta, aynı zamanda etkili bir fonlamanın da yapılması gerekmektedir. Bu yapılmadığı takdirde, atıl duran fonların artmasıyla potansiyel büyüme hızı yavaşlayacaktır. Diğer taraftan, finans kesiminde yaşanacak bir istikrarsızlık, büyüme sürecini olumsuz yönde etkileyecektir.

Yeni Keynesyen yaklaşıma göre, gelişmekte olan ülkelerde, bu ülkelerin finansal yapılarında finansal bozukluk ya da kırılganlık şeklinde ortaya çıkan olumsuz bir durum, söz konusu ülkelerde bulunan iki farklı finans sisteminde de değişik etkilere neden olmaktadır. Örneğin, sermaye piyasasına dayanan bir finans sisteminde, yatırımların finansmanı büyük ölçüde ikincil piyasalardaki dalgalanmalara karşı duyarlı olacaktır. Çünkü bu piyasalarda firmalar finansman ihtiyaçlarını karşılamak için menkul kıymet ihraç etmektedirler. Diğer taraftan, krediye dayanan bir finans sisteminde ise, firmalar yatırımlardaki artış nedeniyle borçluluk düzeylerini

yükseltmek isteyeceklerdir. Bu yüzden finansal istikrarın sağlanabilmesi için, istikrarlı bir faiz oranı büyük önem taşımaktadır. Finansal liberalizasyon, sonucunda faiz oranları yükseleceği için finansal istikrarın oluşmasına katkıda bulunmayacaktır. Yeni Keynesyen iktisatçılara göre, gelişmekte olan ülkelerde krediye dayanan finans sistemi daha fazla gelişme gösterdiği için, yatırımlar için gerekli fon açığı etkili fonlama mekanizmaları (büyük bankalar ya da devlet v.s.) yoluyla kapatılabilmektedir. Bu ekonomilerde para otoriteleri, finansal istikrarsızlıklardan kaçınmak için göreceli olarak istikrarlı nominal faiz oranlarını tercih etmektedirler. Bu nedenle finansal baskı, bu ülkelerin kurumsal özellikleri göz önüne alındığında oldukça rasyonel olabilmektedir. Bu yüzden Yeni Keynesyen iktisatçılar, finansal piyasalardaki istikrarı sağlayabilmek için devletin birtakım yasal ve kurumsal düzenlemeleri yapmasının ve, gerekli olduğu takdirde, bu piyasalara müdahale etmesinin zorunlu olduğunu ileri sürmüşlerdir³⁸.

2. FİNANSAL DERİNLEŞME

Finansal gelişme, finansal sistemin büyüklük ve yapı itibarıyla uğradığı değişimi ifade eder. E.S. Shaw bu değişimi finansal derinleşme kavramı ile açıklamaktadır. Shaw'a göre finansal derinleşme, finans sisteminin ne ölçüde genişlediğini (yani parasallaşmış bir sektörde finansal araçlar tarafından sunulan hizmetlerinin kullanımının ne ölçüde arttığını) ve finansal araçların ne kadar çeşitlendiğini gösterdiğini ileri sürmüş ve finansal derinleşmeyi finansal aktif toplamının finansal olmayan aktif toplamından daha hızlı gelişmesi olarak tanımlamıştır. Coats ve Khatkhate ise, finansal derinleşmeyi ekonominin parasallaşma düzeyi ve finansal araçların sunduğu hizmetlerin genişlemesi olarak tanımlarken, Goldsmith, tüm finansal aktiflerin ulusal gelire oranında bir artış olarak tanımlamaktadır.

Finansal derinleşme düzeyinin yükselmesi; ülke genelindeki toplam tasarruf oranının ve bunun sonucu olarak finansal tasarrufların artmasına, düşük getirili fiziksel varlıklar şeklinde yapılan tasarrufların finansal varlıklara dönüştürülmesine ve fonların

³⁸ Kadir Eser, "Finansal liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri", *Hazine Dergisi*, Sayı 1, (1996), s.22-26).

yüksek riskli organize olmamış para piyasalarından organize olmuş para piyasalarına kaymasına bağlıdır. Öte yandan ülke ekonomisinin parasallaşma düzeyi ile finansal sistemin organizasyonu da finansal piyasaların derinlik kazanmasında etkili olmaktadır³⁹.

Uygulamada kullanılmış olan çok sayıda finansal gelişme göstergesinden söz etmek mümkündür. Ancak bu kadar çok sayıdaki göstergeyi tek tek ele alarak incelemek hem gereksiz hem de anlamsızdır. Bu nedenle söz konusu amaçla kullanılmış olan göstergeleri temel olarak iki gruba ayırarak özetleme daha yararlı olacaktır. İlk kategori finansal stoklarla ilgilidir. Finansal politikaların libere edilmesiyle, finansal sistemdeki fiyatlar üzerindeki denetlemelerin ortadan kaldırılması veya azaltılması sonucu likit rezervlerin artması bir derinlik göstergesidir.

Finansal akımlar, finansal derinleşmeyi yansıtmaya açısından bir gösterge olarak ele alınabilir. Finansal piyasaların sığ olduğu bir durumda, bir ekonomi, oransal olarak ağır bir şekilde kamu bütçesine bağlıdır. Böyle bir ekonomi, yatırımlara aktarılacak olan ve mali sermaye stokunda artış sağlayan tasarruf akımları için uluslararası sermaye girişlerine bağımlı olur. Derinleşmeyle birlikte vergilendirme üzerindeki zorlamalar (strain on taxation) hafifler ve dış tasarruflara olan talep azalır. Diğer taraftan, finansal derinleşme dışarıya sermaye çıkışını durdurur ve tersine çevirir. Paranın dolaşım hızı azalır.

Finansal sığlık bağlamında, organize olmuş finans piyasaları bankacılık sistemi tarafından yönetilir ve diğer finansman akımları yabancı dövizlere, organize olmamış piyasalara ve kooperatiflere yönelir. Finansal sistem sığ olduğunda bankacılık sistemi yüksek maliyetle çalışan, yüksek kar elde eden oligopol bir yapıdadır. Organize olmamış piyasalar, hükümet baskısı ve kredilerin geri ödenmeme riskinin yüksek olması nedeniyle kısa dönemli işlemlerle sınırlıdır. Finansal derinleşmeyle parasal sistemin reel boyutu artar, bono alım satımcılarından gelişmiş bankalar ve sigorta şirketlerine kadar olan kuruluşların portföy işlemleri için fırsatlar yaratır. Derinleşme, finansal işlemler ve kurumlarda uzmanlığı beraberinde getirir ve organize olmuş yurtiçi kurumlar ve piyasalar, yabancı ve organize olmamış piyasalara oranla güç kazanır.

³⁹ Öçal, a.g.e. , s.251-252.

Finansal sektör sığ olduğunda, finansal aktifler için talep reel faiz oranlarının düşük tutulmasıyla bastırılırken, birincil menkul kıymetlerin arzı da kredi tayinlamasıyla bastırılır. Finansal derinleşme sağlandığında reel faiz oranları yükselir, faiz oranları arasındaki spread'de (örneğin; mevduat ve kredi faiz oranları, organize olmuş ve organize olmamış piyasa faiz oranları arasındaki farklar) bir daralma meydana gelir.

Finansal sistem sığ olduğunda resmi piyasada yurtiçi para aşırı değerlenmiştir. Bu durum ihracatı ve tasarrufu geriletirken, tüketim ve ithalatı teşvik eder. Derinleşmeyle birlikte nispi fiyatlardaki bu eğilimler ortadan kalkar⁴⁰

3. FİNANSAL GELİŞMENİN ÖLÇÜLMESİ

Finansal gelişme, bir ekonomide finansal yapıyı oluşturan unsurlar olan finansal kurum ve araçlarda meydana gelen değişimlerin, oldukça karmaşık bir bileşimidir. Ekonomik büyümenin bir göstergesi olarak reel gelir artışı kullanılabilirken, finansal gelişmenin tüm aşamalarını gösterebilecek tek bir ölçüt yoktur. Buna karşın. R.W. Goldsmith'in, 'finansal ilişki' oranının (financial interrelations ratio) finansal gelişme sürecinin tüm aşamalarını tam olarak yansıttığı varsayılır. Ancak hemen hemen diğer bütün finansal gelişme göstergeleri, finansal gelişme süreci devam ederken, bu süreçte yaşanan gelişmeleri açıklayamaz bir hal alabilir. Örneğin, parasal büyüklüklerin milli gelire oranı bir gösterge olarak ele alındığında, finansal gelişme devam ederken, bir U dönüşü yapabilir. Ya da gösterge olarak ticari bankaların finansal sistemdeki payı ele alındığında, finansal gelişme devam ederken, bu pay azalabilir. Ya da finansal gelişmeyi yansıtan bir gösterge olarak tasarruf ve yatırım oranları ele alındığında, bu oranlardaki artışın durması, finansal aracılığın teşvikini durdurabilir. Bu noktada, bir çok gelişmekte olan ülkede, finansal ilişki oranını hesaplamada kullanılan verilere ilişkin istikrarlı bilgilere ulaşılmasının güçlüğü sebebiyle, bu oranın, finansal gelişmeyi tek başına sağlıklı bir şekilde yansıtacağı fikrine katılmak pek mümkün değildir. Bu yüzden finansal gelişmenin göstergesi olarak tek bir göstergeyi baz almak uygun

⁴⁰ Shaw, a.g.e., s.7-9.

değildir. Bu amaçla birçok göstergenin bileşimini kullanmak daha sağlıklı olacaktır. Çünkü bir gösterge, finansal gelişme sürecinde mevcut durumu yansıtmaktan uzaklaştığı zaman, bir başka gösterge, mevcut durumu daha iyi açıklar duruma gelebilir.

Birçok gösterge arasından hangilerinin kullanılacağına karar verilirken, seçilen göstergelerin bazı özellikleri taşıması gerekmektedir. Öncelikle kullanılacak göstergeler, finansal derinleşmeyi, finansal genişlemeyi veya finansal arcılığın etkinliğindeki değişimleri iyi yansıtmalıdır. Bu çalışmada finansal gelişme göstergeleri üç temel grupta toplanacaktır. İlk grupta talepteki değişimleri yansıtan göstergeler (ki bu finansal aktif talebinde meydana gelen değişimleri yansıtır). İkinci grupta arz cephesindeki gelişmeleri yansıtan göstergeler (talepte yaşanan bu değişimin arz tarafından nasıl karşılandığını yansıtır.) incelenecek, başlığı altında üçüncü grupta yer alan göstergeler ise diğer göstergeler başlığı altında sıralanacaktır.

3.1. Talepteki Değişimleri Yansıtan Göstergeler

Finansal gelişme, piyasadaki her bir aktifin hacminde bir artış olması yanında portföy çeşitlendirmesine yönelik bir talep artışıyla da sonuçlanmalıdır. Bir ülkede finansal gelişmeyi sağlayan, bu talep artışının ortaya çıkmasının nedenleri, riskten kaçınma, kişi başına gelir artışı, yatırım artışı şeklinde sıralanabilir.

3.1.1. Parasal Büyüklükler

Finansal gelişmenin ileri aşamalarında bir ekonomideki dolaşımdaki mevcut nakit miktarının milli gelire oranında düşme beklenir. Bu düşme parasallaşma sürecinin başlaması nedeniyle meydana gelen artışın ilk aşamasından sonra gerçekleşir ve para değişim ekonomisine (money exchange economy) çok daha fazla sayıda ekonomik birim katılmış olur. Gelişmenin ilk aşamalarında, pek çok ülke cari işlemler için ihtiyaç duyulan likiditenin bir parçası olarak vadesiz mevduatı sunmuştur.

Finansal gelişmenin daha ileri aşamalarında, ticari bankacılık sistemi diğer finansal kuruluşlarla sıkı bir rekabet içine girmiştir. Bu aşamada para artık sadece ödeme aracı olarak talep edilmez ve değer biriktirme aracı olarak tutulmak istenilen para öncekinden daha önemli hale gelmiştir.

Bu amaçla kullanılacak göstergeler arasında yer alan aşağıdaki oranlar tanımlanabilir:

$L/GSYİH$ (Burada L , bir ekonomideki en geniş tanımlı para arzıdır. Bazı ülkelerde bu tanım $M2$ den daha ileri gidemez iken, bir çok ülkede L , $M2$ den daha fazla sayıdaki finansal aktifi içerdiği için, L $M2$ 'den daha büyüktür.)

$M1/GSYİH$ ($M1$, dar tanımlı para arzıdır)

$Kişi başına reel L$

3.1.2. Nispi Parasal Büyüklükler

Finansal gelişmenin çeşitli dönemlerinde, bazı finansal araçların hacimlerinde yaşanan artış durabilirken, bazılarının hacminde yaşanan artış devam edebilir. Bu sebepten dolayı, çeşitli finansal araçların birbirine oranları, finansal gelişmenin sağlıklı bir göstergesi olarak kullanılabilir.

Bu amaçla kullanılacak göstergeler arasında yer alan aşağıdaki oranlar tanımlanabilir:

$L-M1/GSYİH$ ($M1$ her ülkede yaratılan finansal araçların ilk tipi olduğu için, en geniş tanımlı kabul ettiğimiz L ' den $M1$ in çıkarılması ile elde edilen büyüklük, ülkede $M1$ tanımı içine dahil edilmeyen diğer finansal araçların hacmini ifade eder. Ve bu büyüklük, portföy çeşitlendirmesi talebinin bir sonucudur.)

$Reel (L-M1)$

$L-M1/M1$ (Finansal gelişme süreci boyunca sadece $(L-M1)$ büyüklüğü artmaz. Aynı zamanda $M1$ de azalma eğilimindedir. Bu yüzden tanımladığımız bu oran, finansal gelişme sürecinde, $(L-M1)/GSYİH$ oranının yansıtamadığı bazı durumları açıklamada kullanılabilir.)

$L/M1$

$L/Dolaşımdaki Nakit$

(L-M1)/Dolaşımdaki Nakit

3.2. Arzdaki Gelişmeleri Yansıtan Göstergeler

Finansal gelişme sürecinin evrensel bir sonucu da, borç alma ve verme işlevi sayesinde, yatırımların finansmanın direk finansman yönteminden ziyade, artan bir şekilde dolaylı finansman yöntemi ile sağlanmasıdır. Finansal gelişmenin çeşitli aşamalarında olan ülkelerde, bulunulan gelişmişlik düzeyinin tespit edilmesinde genellikle aşağıda sıralanan göstergeler kullanılmaktadır.

3.2.1. Finansal Kurumların Toplam Büyüklükleri İle İlgili Göstergeler

Dolaylı finansmanın artması, finansal kurumlar aracılığı ile yapılan, ödünç alma-verme işlemlerinin arttığını göstermektedir. Bu yüzden finansal araçlar tarafından sunulan aktif ve yükümlülüklerin milli gelire ve ulusal finansal aktiflere oranında bir artma beklenmelidir. Ancak gelişmekte olan ülkeler için reel aktiflere ilişkin sağlıklı verilere ulaşmaktaki güçlük sebebiyle ulusal gelire ait tek bir ölçüm yoktur. Ayrıca toplam finansal aktifler içinde bir çok çeşit aktif bulunması ve bu aktiflere ilişkin tanımlamalardaki güçlük sebebiyle tek bir ölçüm mümkün değildir.

Bir stok değişkenin bir akım değişkene oranının, iki stok değişkenin birbirine oranı kadar kuvvetli olması beklenmemekle birlikte, yukarıda açıklanan gerekçelerden dolayı, ikinci en iyi tip olan finansal araçlar tarafından sunulan aktif ve yükümlülüklerin ulusal gelire oranı kullanılır.

Bu amaçla kullanılabilir göstergeler arasında yer alan aşağıdaki oranlar tanımlanabilir:

Ticari bankaların ve banka dışı araçların aktiflerinin toplamı / GSYİH

Ticari bankaların aktifleri / GSYİH

Kişi başına düşen reel finansal aracı aktifleri (Bu aktiflerle kastedilen kurumların bilanço aktifleridir.)

3.2.2. Finansal Kurumların Nispi Büyüklükleri İle İlgili Göstergeler

Finansal gelişmenin ileri aşamalarında, banka dışı araçların sundukları hizmetlere olan talebin artması, ticari bankaların, banka dışı araçlar ile sıkı bir rekabet ortamına girmesine neden olmuştur. Bu rekabet ortamında, Gurley ve Shaw' ın ifade ettiği gibi para otoriteleri çoğunlukla ticari bankaları kontrol ederken diğer finansal araçları kontrol etmedikleri için ticari bankalar haksız bir durumla yüz yüze kalmıştır.. Bankacılık kesimi toplam finansal yapı içindeki payı diğer tip araçlarla karşılaştırıldığında düşme eğilimindedir.

Son zamanlarda, birçok gelişmiş ülkede ticari bankalar üzerine yapılan çalışmalar, toplam finansal yapı içinde ticari bankaların payındaki azalma eğiliminin, finansal gelişmenin daha ileri aşamalarında durduğunu göstermiştir, çünkü ticari bankalar, daha önce sadece finansal araçlar tarafından sunulan hizmetleri de müşterilerine sunan, 'finansal süper marketler ' olma eğilimindedirler.

Bu amaçla kullanılacak göstergeler arasında yer alan aşağıdaki oranlar tanımlanabilir:

Banka dışı finansal araçların aktifleri / Ticari bankaların aktifleri

Banka dışı mali araçların yükümlülükleri / Ticari bankaların yükümlülükleri

Banka dışı mali araçlardaki mevduat / Ticari bankalardaki mevduat

3.2.3. Arzdaki Gelişmeleri Yansıtan Diğer Göstergeler

Gelişmiş bir finansal yapı, finansal kurumların kendi aralarında daha güçlü bir ilişkiyi gerektirir. Bu yüzden bir finansal kurumun diğer finansal kurumlarla arasındaki ilişki düzeyini yansıtan bu tür oranlarda artış beklenir⁴¹.

3.3. Finansal Gelişmeyle İlgili Diğer Göstergeler

3.3.1. Derinleşme Oranı

Bu gösterge, finansal aracı kurumların büyüklüğünü ölçer. Derinlik, finansal sistemin likit yükümlülüklerinin (nakit +bankaların faiz içeren yükümlülükleri ve

talepleri + banka dışı araçlar) GSYİH'ya oranıdır. Yapılan çalışmalarda en zengin grupta yer alan ülke vatandaşları aşağı yukarı yıllık gelirlerinin üçte ikisini likit aktifler şeklinde finansal araçlarda tutarken, en fakir ülkelerin vatandaşları yıllık gelirlerinin yalnızca dörtte birini likit aktif olara tuttukları ortaya çıkmıştır. Görüldüğü gibi burada derinlik ve kişi başına reel GSYİH arasında kuvvetli bir ilişki bulunmaktadır.

3.3.2. Bankacılık Oranı

Merkez bankasına karşın ticari bankaların kredi dağıtma derecesini ölçer ve *Bankacılık Oranı = Mevduat Bankaları Yurtiçi Kredileri / Mevduat Bankaları+Merkez Bankası Yurtiçi Kredileri* şeklinde hesaplanır. Bu gösterge bankaların finansal fonksiyonları merkez bankasından daha uygun bir şekilde yerine getireceğini vurgular. Fakat bu ölçütün dikkat çekici iki önemli zayıf noktası vardır. Bankalar finansal fonksiyonları yerine getiren tek finansal aracı konumunda değildir ve bankalar sadece kamu girişimlerine veya hükümete borç verebilirler. Bankacılık oranı en zengin ülkelerin dörtte birinde yüzde 90 dan daha büyüktür buna karşın en fakir ülkelerin dörtte birinde hemen hemen aynı miktar kredi merkez bankası ve ticari bankalar arasında dağılır.

3.3.3. Özel Sektöre Verilen Kredi Oranı

Toplam yurtiçi krediler içinde (bankalar için açılan krediler hariç) özel girişimcilere dağıtılan kredilerin payını göstermekte ve *Özel Sektöre Verilen Kredi Oranı = Yurtiçi Krediler İçinde Finansal Olmayan Özel Sektörün Payı*) şeklinde hesaplanmaktadır⁴².

3.3.4. Banka Dışı Mali Araçlar Oranı

Dördüncü finansal gelişme göstergesi, toplam finansal aktifler içinde özel banka dışı finansal araçların aktiflerinin payını tahmin ederek, banka dışı özel finansal kuruluşların önemini gösterir. Banka dışı kuruluşlar ticari bankaların

⁴¹ Farhadian-Ziba, a.g.e., s.29-67.

tamamlayıcılarıdır ve daha önemlisi ticari bankacılık sektörü vergileme ve resmi kısıtlamalarla (devlet düzenlemeleri) baskı altına alındığında ticari bankacılık sisteminin yerine geçer. Böylece birçok ülke için daha fazla banka dışı finansal araçlar finansal sistemin genişlediğini ve derinleştiğini yansıtır.

3.3.5. Kamu Bankaları Aktif Büyüklüğü

Beşinci finansal gelişme göstergesi, kamuya ait ticari bankaların toplam bankacılık sistemi içerisindeki ağırlığını ve boyutunu ölçmeye olanak tanımakta ve *Kamu Bankaları Aktif Büyüklüğü = Kamu bankaları aktif toplamı / Bankacılık sektörü aktif toplamı* şeklinde hesaplanmaktadır⁴³.

3.3.6. Kredi Oranı

Özel sektöre verilen yerel kredilerin GSYİH'ya oranıdır. Bu GSYİH'nın bir parçası olarak ticari bankalar ve merkez bankası tarafından verilen kredilerle ilgilidir ve bu yüzden bu değer kredi oranı olarak tanımlanır. Kredi oranının diğer parasal toplamlara göre temel avantajı kamu sektörüne verilen kredileri içermemesidir ve bu özel piyasa katılımcıları için fonların sağlanmasında finansal araçların rolünü daha kesin olarak belirler.

Fakat bir gösterge olarak kredi oranının da sakıncaları vardır. Özellikle kredi oranı bankacılık sistemiyle oluşturulan finansal aracılık derecesinin en uygun göstergesi olarak ortaya çıkarken, kredi oranı finansal gelişmenin önemli bir bölümünün bankacılık sistemi dışında gerçekleşmesi bağlamında geniş olarak tanımlanan finansal gelişmenin zayıf bir göstergesi olabilir. Bu olgu banka dışı finansal yeniliklerin önemli olduğu endüstriyel ülkelerle daha fazla ilişkilidir. Fakat, finansal gelişmenin iki şekli -banka ve banka dışı- muhtemelen birbiriyle pozitif olarak ilişkilidir. Buna karşın gelişen ülkelerde, finansal gelişmenin çoğu bankacılık sistemi

⁴² Ross Levine, "Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, vol.xxxv, (june 1997), s.704-705.

⁴³ Aslı Demirgüç-King and Ross Levine, "The Financial system and Public Enterprise Reform," *Financial Development and Economic Growth* (London and New York: Routledge, 1996).

içinde gerçekleşir. Böylece, bu ülkelerde kredi oranı, kapsamlı bir finansal gelişme tanımı için muhtemelen daha iyi bir gösterge olur⁴⁴.

3.3.7. Muhasebe Standartları

Muhasebe standardı, fiili finans artırımından çok mevcut finansın potansiyelini (potansiyel finansı) yansıtır. Özellikle bir ülkede finansal belirginlik standardı (standarts of financial disclosure) ne kadar yüksekse firmalar açısından yatırımcıların daha geniş bir alandan fonlarını toplamaları da o kadar kolay olacaktır⁴⁵.

3.3.8. Karşılık Oranı

Sekizinci gösterge olarak, bankacılık sisteminin aktif tarafından bir değişkeni pasif taraftaki bir değişkene karşılık olarak kullanabilir. Bu, bankacılık sisteminden gelen özel sektör mevcut alacaklarının (CR) GSYİH'ya oranıdır (CR/GSYİH). Alternatif olarak reel GSYİH ile ilgili olan reel kredi akımları (ΔCR) kadar, bu oran büyüme oranlarıyla ve hatta reel yurtiçi yatırım harcamalarıyla (INV) ilişkili olarak da ifade edebilir ($\Delta CR/INV$) ki bu kabaca resmi finansal kuruluşlardan kredi akımlarıyla finanse edilen yatırım harcamalarının bir bölümünü gösterir⁴⁶.

3.3.9. Kapitalizasyon Oranı

Bir dizi gelişmekte olan ülkede hisse senedi piyasalarının oluşumu ve hızlı gelişimi piyasa kapitalizasyonunu (işlem gören şirketlerin piyasa değerinin GSYİH'ya oranı) beraberinde getirmiştir. Bu durumda piyasa kapitalizasyonu da, finansal sektörün büyüklüğünü temsil etmek üzere kullanılan belli başlı stok-akım ölçütleri arasına girmiştir. Az sayıdaki büyük şirketlerin hisseleri bu ölçütün büyüklüğünü belirlemede etkin olduğu için, işlem gören şirket sayısı ve toplam işlem hacminin GSYİH'ya oranı da ikincil gösterge olarak önerilmektedir. Özel sektöre verilen

⁴⁴ Jose De Gregoria-Pablo E. Gudotti, "Financial Development and Economic Growth", *World Development*, Vol23, No.3, (1995), s.438.

⁴⁵ Raughuram G. Rajan-Luigi Zingales, "Financial Dependence and Growth" *The American Economic Review*, Vol:88, No.3(1998), s.569-571.

⁴⁶ Matthew O. Odedokun, "Financial Indicators and Economic Efficiency In Developing Countries", *Financial Development and Economic Growth*, (London and New York:Routledge,1996), s.119.

kredilerin GSYİH'ya oranı piyasa kapitilizasyonuna dahil edilirse, bu ölçüt halka açık firmaların tüm piyasa değerinin GSYİH'ya oranını ifade edecektir.

3.3.10. Dağılım Oranı

Onuncu gösterge olarak, finansal sistem tarafından özel girişimcilere açılan kredilerin oranı kullanılabilir. Söz konusu bu gösterge parasal yetki kurumlarının ve mevduat bankalarının finans dışı özel sektörden toplam alacaklarının toplam yurtiçi kredilere (mevduat bankalarına verilen krediler hariç) veya alternatif olarak GSYİH'ya bölünmesi ile bulunmaktadır. Payda yer alan kredi hacmine hane halklarına açılan kredilerde eklenmektedir⁴⁷.

3.3.11. Özel Finansal Kuruluşlardan Alınan Kamu Borçları

Özel finansal kuruluşlardan kamunun borç alması sadece finansal gelişmeyi değil aynı zamanda finansal sistemin etkinliğini engellediği sıklıkla ileri sürülmüştür. Bu tür borçlanmalar çeşitli şekillerde gerçekleşir, bunlar zorunlu rezerv karşılığı ve kamu borç araçlarının zorunlu olarak elde tutulmasını içerir. Böylece, [GB/TB]oranının etkilerini test etmek gerekir. GB/TB oranı, kamu borçlarının (GB), mevcut yurtiçi bankaların toplam alacak stokuna (TB) oranıdır. Yani bankaların toplam alacakları içinde devletin payını gösterir. Bu aynı zamanda artış oranları şeklinde ifade edilerek etkileri test edilebilir (gb/tb). Sonuçta bu oranın ekonomik etkinlik üzerinde negatif bir etkiye sahip olacağı beklenir.

3.3.12. Direkt Kredi Tedbirleri

Direkt kredi politikalarının genellikle kredi kullanım etkinliği üzerinde bir etkiye sahip olduğu ileri sürülür. Örneğin, Dünya Bankası'nın, Dünya Gelişme Raporu'nda(1989) direkt kredi uygulamaları ile ilgili çalışmada bu konu tartışılmıştır. Fakat hiçbir çalışmada -Odedok'un 1992 dışında- ekonomik büyüme veya etkinlik üzerindeki faktörlerin etkileri ayırt edici bir verinin bulunması güçlüğünden dolayı resmi olarak test edilmemiştir. Özellikle kalkınma bankacılık sistemi tarafından özel

⁴⁷ Frustenberg-Fratianni, a.g.e., s.21.

sektöre verilen ödünçlerin mevcut alacaklarının (DEV), GSYİH'ya oranı (DEV/GSYİH) test edilerek bu etkiler görülebilir. Bu bankacılık sisteminden gerçekleştirilen reel kredi akımlarının GSYİH'ya oranı kadar, dev/gsyih olarak gösterilen DEV/GSYİH oranı artış oranı şeklinde de ($\Delta DEV / GSYİH$) test edilebilir.

3.3.13. Reel Faiz Oranı

Mc Kinnon-Shaw'ın ileri sürdükleri hipoteze göre, reel faiz oranlarının piyasa koşullarında belirlenenden daha düşük bir düzeyde gerçekleşmesi finansal baskının varlığını gösterdiği için reel faiz oranları, finansal aracılık düzeyi ile yakından ilişkilidir. Bu görüşe göre pozitif reel faiz oranı finansal tasarrufları ve finansal aracılığı teşvik eder ve böylece özel sektör için kredi arzı artar. Mc. Kinnon-Shaw hipotezlerinde tasarruf hacminde reel faiz oranlarının etkili olduğunu, aynı zamanda pozitif reel faiz oranlarının yatırıma aktarılacak fonların daha etkili dağılımını sağladığını böylece ekonomik büyüme üzerinde ek bir pozitif etkiye sahip olduğunu iddia etmiştir. Tersine reel faiz oranlarının finansal aracılığın ve daha genel anlamda finansal gelişmenin zayıf bir göstergesi olduğu tartışılabilir. Burada reel faiz oranları yatırımın etkinliğinin iyi bir göstergesi olmasına rağmen, reel faiz oranlarının finansal aracılık düzeyinin ölçülmesinde oldukça zayıf bir gösterge olduğu göz önüne alınabilir.

3.3.14. Döviz Kuru Denetimleri

Az sayıda çalışma da ekonomik büyüme veya etkinlik üzerinde döviz kuru değerlerinin etkilerini test eden muntazam bir ölçüt kullanılmıştır. Örneğin reel döviz kuru indeksi, composito distortion index hesaplayan Agarwanla tarafından kullanılmıştır. Karaborsa döviz kuru primi Gallagher ve (black market exchange rate premium)Ghani tarafından kullanılmıştır. Fakat diğer bazı sınırlamaların yanında karaborsa döviz kuruyla ilgili verilerin birçok ülkeyi kapsayan bir çalışmada elde edilemeyeceği hakkında pek çok tartışma yapılmıştır. Böylece Odedokun (1992) tarafından yapılan çalışma, döviz kurunun etkilerini incelemek için izlenebilir. Döviz kuru denetimlerini temsil edecek bir kukla değişken (a dummy variable) kullanılabilir. Bu kukla değişken eğer uygun olmayan döviz kuru politikaları benimsenirse birim

değer alır aksi takdirde sıfır değerini alır. Uygun olmayan döviz kuru politikası, ödemeler dengesinde bir cari hesap açığını izleyen paranın reel değerlenmesini veya bir fazlayı takip eden reel anlamda paranın değer kaybını ifade eder. Bu durum, bir cari hesap açığı kaydedildiğinde, şu anki zaman dilimi içinde (bir önceki dönemdeki değeriyle karşılaştırılarak), yerel para reel olarak değerlendirilirse veya ülkede bir fazla kaydedildiğinde, yerel para değer kaybediyorsa bu uygun olmayan döviz kuru politikası olarak kabul edilir.

3.3.15. Enflasyon Oranı

Enflasyon oranı da finansal bir değerdir ve enflasyon oranı ekonomik etkinliği direk olarak etkileyebilir, bunun yanında reel döviz kurunun aşırı değerlenmesine sebep olur, reel faiz oranını negatif yapar ve finansal aracılığı engellemek gibi dolaylı bir etkiye sahip olabilir. Örneğin, yüksek bir enflasyon oranı spekülasyonu, daha az üretken veya üretken olmayan-arsa ve reel değerlere yatırımı -yatırımları teşvik edebilir. Böylece, etkinlik üzerinde finansal politikaların etkisinin incelendiği diğer birçok çalışmada olduğu gibi, enflasyon oranının etkileri test edilebilir ve bunun negatif bir etkiye sahip olması beklenir⁴⁸.

3.3.16. İşlem Hacmi ile İlgili Göstergeler

Finansal piyasalarda bulunan finansal araçların fiyat ve kalitesinde, finansal gelişme süreci devam ettikçe değişiklikler olacaktır. Piyasadaki uzun vadeli araçların yatırım riski, yatırım ve tasarrufların kurumsallaşması ve sağlıklı çalışan finansal kurumların oluşması ile azalacaktır. Bu yüzden uzun vadeli finansal araçların kullanımı, kısa vadeli finansal araçların kullanımına oranla artacaktır. Bu trendi yansıtmada kullanılacak göstergeleri hesaplamak, uygun verilerin olmaması nedeniyle pek mümkün değildir.

Finansal gelişmenin düzeyi ile faiz oranlarının yapısı arasında karmaşık bir ilişki vardır. Özel tasarrufların finansal piyasalara aktarımındaki etkinliğin artması faiz oranlarının belirlenmesinde, piyasa güçlerini daha rekabetçi bir ortama sokar. Bu

⁴⁸ Odedokun, a.g.e., s.119-121.

yüzden ödünç verilebilir fonların fiyatı olan faiz oranlarının belirlenme süreci, gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde daha sağlıklı işlemektedir.

3.3.17. Tüketici Gelirleri

Ampirik gözlemler zaman içinde finansal gelişme ile ekonomik gelişme arasında kaba bir paralellik saptamıştır. Ekonomide reel gelir ve zenginliklerin artması portföy çeşitlendirme talebini arttırmış, talepteki bu hareketlenme ise, finansal araçlarda ve sundukları hizmetlerdeki çeşitliliği hızla yükseltmiştir. Finansal gelişmenin göstergesi olarak nakitin gelire oranı kullanılabilir ve bu reel gelirle ilişkilendirilerek test edebilir⁴⁹.

⁴⁹ Farhadian-Ziba, a.g.e, s.54.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KAMU AÇIKLARI, ÖDEMELER DENGESİ, FİNANSAL GELİŞMENİN SEYRİ VE ARALARINDAKİ İLİŞKİ

1. TÜRKİYE'DE KAMU AÇIKLARININ SEYRİ

1975 yılından beri Türkiye'de kamu gelirlerinin sürekli olarak kamu harcamalarının altında olduğunu ve özellikle 1986'dan itibaren kamu açıklarında önceki yıllara göre önemli artışlar meydana geldiği görülmektedir. Bu artışın nedeni, reel anlamda bir yandan kamu gelirleri artarken diğer yandan kamu giderlerinin de artmasıdır. 1980 sonrası uygulanan ekonomik istikrar ve kalkınma politikaları ile Türkiye'de ekonomi politikalarının temel amacı devletin ekonominin bütünü içerisindeki yerini küçültmek ve piyasa mekanizmasının etkinliğini artırmaktır. Ancak kamu harcamalarının ve kamu açıklarının GSMH içindeki payının özellikle 1991'den itibaren önemli artış göstermesi uygulanan politikaların belirlenen hedeflere ulaşmadığını göstermektedir.

Tablo 1.1. Kamu Kesimi Toplam Gelir ve Harcamaları

(Cari fiyatlarla Milyar TL) (1980-1999)

	1980	1984	1988	1990	1993	1994
1. Vergiler	759	2,475	18,338	61,158	351,558	718,088
a. Vasıtasız	470	1,303	7,082	25,953	143,341	314,023
b. Vasıtalı	289	1,172	11,256	35,205	208,217	404,065
2. Servet Gelirleri	7	44	302	997	3,668	13,136
3. Vergi Dışı N. Gelirler	134	566	2,131	5,466	28,486	59,921
4. Faktör Gelirleri	96	1,039	8,201	12,383	14,690	79,746
5. Sosyal Fonlar	8	7	-323	396	-18,046	-48,012
GELİRLER TOPLAMI	1004	4,131	28,347	80,400	380,356	822,879
1. Cari Giderler	-546	-1,651	-8,704	-39,774	-244,926	-414,743
2. Yatırımlar	-493	-1,779	-10,931	-34,264	-145,539	-141,420
a. Sabit Sermaye	-462	-1,777	-11,451	-27,684	-143,978	-192,052
b. Stok Değişmesi	-31	-2	520	-6,580	-1,561	50,633
3. Transfer Harcamaları	-2,55	-1,349	-12,379	-29,509	-197,837	-472,724
TOPLAM HARCAMALAR	-1,794	4,779	32,014	103,547	588,302	1,028,887
Kamu Açığı	290	648	3,363	23,148	207,945	206,010
Stok Değişim Fonu	-175	-546	-2,873	-6,281	-31,848	-100,927
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği	465	1,194	6,236	29,429	239,793	306,937

Tablo 1.2. Kamu Kesimi Toplam Gelir ve Harcamaları
(Cari fiyatlarla Milyar TL) (1980-1999)

	1995	1996	1997	1998	1999
1. Vergiler	1,337,38 2	2,670,443	5,767,000	11,025,500	17,140,300
a. Vasıtasız	512,136	967,743	2,096,000	4,717,000	6,981,900
b. Vasıtalı	825,247	1,702,700	3,619,900	6,131,600	9,793,600
2. Servet Gelirleri	16,150	27,815	51,100	176,900	364,800
3. Vergi Dışı N. Gelirler	130,436	155,880	345,100	661,100	1,116,700
4. Faktör Gelirleri	263,798	683,102	1,367,600	2,523,900	4,256,900
5. Sosyal Fonlar	-130,884	-229,792	-621,400	-1,307,500	-2,499,900
GELİRLER TOPLAMI	1,616,88 2	3,307,448	6,858,400	12,903,000	20,014,000
1. Cari Giderler	-747,574	-1,470,908	-3,173,000	-5,869,400	-10,818,700
2. Yatırımlar	-300,202	-794,614	-1,917,700	-3,471,700	-5,145,900
a. Sabit Sermaye	-330,142	-762,067	-1,776,700	-3,192,800	-5,247,500
b. Stok Değişmesi	29,940	-32,547	-141,000	-278,900	101,700
3. Transfer Harcamaları	-889,614	-2,141,121	-3,696,400	-8,347,700	-14,977,900
TOPLAM HARCAMALAR	1,937,39 0	4,406,643	8,787,100	17,688,800	30,942,500
Kamu Açığı	320,506	1,169,197	1,928,700	4,785,800	10,928,500
Stok Değişim Fonu	-87,759	-171,563	-394,100	-592,200	-977,200
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği	408,265	1,340,760	2,246,600	4,860,700	11,847,900

Kaynak: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-98>.

<http://www.dpt.gov.tr/dptweb/teg/teg-ic.html>.

TCMB Yıllık Rapor 1999.

Tablo 1'de kamu kesimi toplam gelir ve harcamalarının 1980-1999 yıllarında izlediği seyir gösterilmektedir. Buna göre Türkiye'de 1980-1984 arası kamu harcamaları ortalama 2,664 milyar TL civarında iken kamu gelirleri ortalama 2,296 milyar TL civarında gerçekleşmiştir. Özellikle 1986-1999 döneminde kamu harcamalarında ve kamu açıklarında önemli artışlar olmuştur. Örneğin 1986 yılında kamu gelirleri 11,615 milyar TL iken harcama toplamı 12,920 ve kamu açığı 1,304 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 1990 yılında; ise sırasıyla 80,400, 103,547 ve 23,148 milyar TL, 1994 yılında; 822,879, 1,028,887 ve 206,010, 1999 yılında; 20,014,000, 30,942,500 ve 10,928,500 olarak gerçekleşmektedir. Burada görüldüğü gibi 1986-99 döneminde kamu açıkları 1980-85 dönemine göre önemli artışlar göstermiştir.

1990'dan itibaren kamu harcamalarında önceki yıllara göre büyük artış olmuş ve 1993 yılında kamu harcamaları 1980 sonrası dönemin en yüksek değerine ulaşmıştır.

Özet olarak son 19 yıl içerisinde kamu açıkları bazı yıllar hariç sürekli artış eğilimi içerisinde. Bunun nedeni ise, harcamalardaki artış hızının kamu gelirlerindeki artış hızından fazla olmasıdır. Bu nedenle kamu açıklarının azaltılması için harcamaların kısılması yanında etkin bir gelir politikası ile kamu gelirlerinin artırılması ve böylece devletin ciddi bir vergi reformu ile bu sorunun üstesinden gelmesi mümkün olabilecektir⁵⁰

Harcamalardaki bu artış büyük ölçüde faiz ödemeleri, personel harcamaları ve sosyal güvenlik kuruluşlarına yapılan transferlerdeki artıştan kaynaklanmaktadır. 1988 yılından itibaren faizlerdeki yükselme gerek KİT'leri gerekse Hazine'yi yüksek faiz düzeyleriyle borçlanmaya itmiş, bu da kamu borçlanma gereksinimini olabildiğince yükseltmiş ve bazı zamanlar karşılanamaz boyutlara getirmiştir⁵¹.

Tablo 2'de KKGB ve KKGB'nin GSMH içindeki payının 1980-1999 yılları arasında izlediği seyir gösterilmektedir. Faiz ödemeleri hariç tutulduğu takdirde bütçe 1980'de 434, 1985'de 592, 1990'da 15,463 milyar TL açık verdiği, 1994 yılında yaklaşık olarak dengede olduğu, 1995 167,850, 1996'da 156,641, 1997'de 31,400 ve 1998'de 1,316,300 milyar TL fazla verdiği görülmektedir. 1999 yılında ise bütçe 1,127,000 milyar TL açık vermiştir.

Tablo 2.1. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği KKGB ve GSMH İçindeki Payı
(Cari Fiyatlarla Milyar TL)(1980-1999)

	1980	1984	1986	1988	1989	1990	1991	1992
Borçlanma gereği	465	1,194	1,869	6,235	12,283	29,429	64,469	116,680
KKGB/GSMH	8,8	5,4	3,7	4,8	5,3	7,4	10,2	10,6
Kon. Bütçe faiz ödemeleri	31	441	1,331	4,978	8,260	13,966	24,073	40,298
Faiz dışı KKGB	434	753	538	1,257	4,023	15,463	40,396	76,382
Faiz dışı KKGB/GSMH (%)	8,2	3,4	1,1	1,0	1,7	3,9	6,4	6,9

⁵⁰ İhsan Günaydın-Harun Terzi. "Bütçe Açıklarının Yapısı ve Artışı Üzerine Bir İnceleme: 1980-95 Dönemi", *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl: 34, (Mayıs 1997), s.53-56.

⁵¹ Bahar Şanlı. "5 Nisan 1994 Ekonomik Önlemler Uygulama Planının Kamu Kesimi Açıklarına Yönelik Tedbirleri ve Sonuçları", *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl:34, (Nisan 1997), s.34.

Tablo 2.2. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği KKBG ve GSMH İçindeki Payı
(Cari Fiyatlarla Milyar TL)(1980-1999)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Borçlanma gereği	239,793	306,937	408,265	1,340,760	2,246,600	4,860,700	11,847,900
KKGB/GSMH	12,0	7,9	5,2	9,0	7,6	9,2	14,3
Kon. Bütçe faiz ödemeleri	116,470	298,285	576,115	1,497,401	2,278,000	6,177,000	10,721,000
Faiz dışı KKBG	123,323	8,652	-167,850	-156,641	-31,400	-1,316,300	1,127,000
Faiz dışı KKGB/GSMH (%)	6,2	0,2	-2,1	-1,0	-1,0	-2,5	9,0

Kaynak: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-98>.

<http://www.dpt.gov.tr/dptweb/teg/teg-ic.html>.

TCMB Yıllık Rapor 1999.

Kamu Kesimi Borçlanma Gereğinin GSMH'ya oranı ise, 1980'de 8,8, 85'te 3,6, 90'da 7,4 93'te 12,0 olarak gerçekleşmiştir. 1994'te 5 Nisan istikrar önlemlerinin etkisiyle bu oran 7,9'a 95'te 5,2'ye gerilemiştir. 1997 yılında tekrar artışa geçerek 7,6, 98'de 9,2, 99'da 14,9'a kadar yükselmiştir.

Kamu kesimi açıklarının temel nedeni olan faiz ödemeleri, 1980'de 31, 85'te 675, 88'de 4,978 milyar TL olarak gerçekleştirmiş ve 90'lı yıllarda giderek artmaya başlamıştır. Buna göre 1990'da 15,463, 93'te 116,470, 95'te 576,115, 96'da 1,497,401, 98'de 6,177,000 ve 99'da 10,721,000 milyar TL düzeyine ulaşmıştır.

Kamu kesimi açıklarının büyüklüğü kadar, bu açıkların finansman şekli de üzerinde önemle durulması gereken bir konudur. Kamu açıklarının finansmanı iç veya dış borçlanma yoluyla yapılmaktadır. Tahvil veya bono satışı veya Merkez Bankası kaynakları yoluyla iç borçlanma gerçekleştirilmektedir.

K.K.B.G.'de ortaya çıkan artışlar bütçe kısıtı altında bulunan hükümeti borçlanmaya yöneltmiştir. Borçlanma konusunda iç ve dış borçlanma olmak üzere iki alternatifte sahip olan hükümet 1981, 1982, 1984 ve 1986 yıllarında dış borçlanmayı tercih etmiştir. Böyle bir tercihin oluşmasında Türk finans sisteminin dışa açılması ve aynı dönemde dış piyasalardan borçlanma maliyetinin faiz bazında düşük olmasının etkili olduğu söylenebilir. Diğer yıllarda kamu açıklarının finansmanı iç borç kaynaklarından gerçekleştirilmiştir. Özellikle 1989 yılından sonra kısa vadeli iç borç kaynaklarından finansman yoğunlaşmıştır.

Kamu kesimi borçlanma gereksinimindeki artışlar ve yüksek enflasyon 1991 yılından sonra tasarruf sahiplerini kısa vadeli borç vermeye yöneltmiş ve buna bağlı olarak toplam borçlar içinde kısa vadeli borçlar artmıştır. Bono satışı yoluyla gerçekleştirilen kısa vadeli borçlanma faiz oranlarının da etkisiyle borç-faiz kısır döngüsüne yol açmış ve ekonomiyi finansal krize sürükleyen bir etken olmuştur. Özellikle 1988 yılından sonra iç borç faiz oranlarının yükselmesi sonucunda kamu iç borçlanma senetleri en fazla getiriye sahip olan yatırım araçları olmuştur⁵².

Tablo 3'de kamu kesimi açığı ve finansmanın 1980-1999 yıllarında gösterdiği gelişim incelenmiştir. Tablo 3'de görüldüğü gibi dış borçlanma 1980 yılında 158, 1984'te 706, 1986'da 1,083; 1989'da 1,885; 1992'de 17,571; 1994'de -64,968; 1996'da -184,304; 1998'de -629,700 ve 1999'da 972,000 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 3.1. Kamu Kesimi Açığı ve Finansmanı
(Cari fiyatlarla Milyar TL)(1980-1999)

	1980	1983	1984	1988	1991	1992	1993
Kamu Kesimi Borç Gereği	465	689	1,194	6,235	64,469	116,680	239,793
Dış Borçlanma (Net)	158	144	706	2,695	2,644	17,571	27,700
Konsolide Bütçe	18	-89	334	308	1,921	4,038	21,062
Diğer Kamu ⁽¹⁾	140	233	372	2,387	743	13,533	6,638
İç Borç/Alacak (Net)	316	764	1,201	6,062	66,031	116,882	229,893
Konsolide Bütçe	133	271	692	3,763	31,505	55,401	105,041
Devlet Tahvili	-13	168	237	2,433	2,279	15,408	30,135
Hazine Bonosu	40	-96	284	389	12,789	23,978	22,241
Kısa Vadeli Avans	103	72	190	675	10,719	17,394	53,010
Diğer Finansman	3	126	82	266	5,718	-1,379	-345
Diğer Kamu ⁽¹⁾	183	493	509	2,299	34,546	61,481	124,852

⁵² Ufuk Selen. "Finansal Serbestleşme ve Kamu Açıklarının Enflasyonist Etkisi", Banka Ekonomik Yorumlar, Yıl: 34, (Nisan 1997), s.55.

Tablo 3.2. (Devam) Kamu Kesimi Açığı ve Finansmanı
(Cari fiyatlarla Milyar TL)(1980-1999)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Kamu Kesimi	306,937	408,265	1,340,760	2,246,600	4,860,700	11,847,900
Borç Gereği						
Dış Borçlanma (Net)	-64,968	-87,531	-184,304	-305,400	-629,700	972,000
Konsolide Bütçe	-67,174	-81,238	-134,410	-452,600	-1,035,600	459,700
Diğer Kamu ⁽¹⁾	2,206	-6,293	-49,894	147,200	405,900	512,300
İç Borç/Alacak (Net)	441,197	643,817	1,900,877	2,552,000	5,490,300	10,214,800
Konsolide Bütçe	219,099	375,541	1,402,144	2,678,300	4,872,800	8,664,200
Devlet Tahvili	-70,339	85,657	274,040	1,484,800	1,311,000	12,233,800
Hazine Bonosu	244,217	197,218	792,189	1,020,700	3,293,200	-2,493,300
Kısa Vadeli Avans	51,857	94,723	228,953	00	00	00
Diğer Finansman	-6,636	-2,057	106,962	172,800	268,600	-1,076,300
Diğer Kamu ^(*)	222,098	268,276	498,733	-126,300	617,500	1,550,600

Kaynak: <http://www.dpt.gov.tr/dpt/web/esq/esqx.html>; TCMB Yıllık Rapor 1999.

(*)KİT'ler, Fonlar, Mali KİT'ler, mahalli idareler, döner sermayeler ve sosyal güvenlik kuruluşlarını kapsamaktadır.

İç borçlanmada ise Hazine kısa vadeli avansı kullanımı 1980 1990 aralığında ortalama 252,5 milyar TL olarak gerçekleşirken, 1991 yılıyla birlikte önemli artışlar gözlenmiştir. 1991 yılında 10,719, 92'de 17,394, 1993'te 53,010 olarak gerçeklemiştir.

5 Nisan 1994 kararlarının alınması sonrasında, 25 Nisan 1994 tarih, 3985 sayılı Kanun'la, Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişiklik ile kamu kesiminin parasal genişleme yoluyla finansmanının sınırlandırılması amaçlanmıştır. Merkez Bankası Kanunu'ndaki bu değişiklik ile, toplam bütçe ödeneklerinin daha önceden yüzde 15'i kadar saptanan kısa vadeli avans hesabı limiti değiştirilmiş ve cari yıldaki ödenek artışı, 1995 yılında % 12'ye, daha sonraki yıllarda azaltılarak, 1998 yılında yüzde %3'e indirilmiştir. Ayrıca, kamu kuruluşlarına açılan krediler de bu avans limitinin yarısından fazla olamayacaktır⁵³.

5 Nisan ekonomik istikrar kararlarıyla kamu açıklarında bir azalma sağlanmış ancak kısa vadeli avansların Merkez Bankası üzerindeki baskısı devam etmiştir.

⁵³ TCMB 1994 Yıllık Rapor, s.27.

Nitekim 1995 yılında kısa vadeli avans kullanımı 94,723, 1996 yılında ise 228,953 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Hazine'nin kullanabileceği kısa vadeli avans limiti 1997 yılında, geçmiş yıl ve cari yıl genel bütçe ödenekleri farkının yüzde 6'sı iken, bu oran 1998 ve 1999 yılı için de yüzde 3 olarak uygulanmıştır. Ancak, 1997 yılında Merkez Bankası ve Hazine arasında imzalanan Protokol'e uygun olarak, 1997 yılının ikinci yarısından itibaren kısa vadeli avans kullanmayan Hazine, bu tutumunu 1999 yılında da devam ettirmiş ve bazı aylarda özellikle maaş ödemeleri zamanında kısa süreli olarak kullanılan kısa vadeli avans hesabı ay içinde sıfırlanmıştır⁵⁴.

Net iç borçlanma içinde 90'lı yıllardan sonra genellikle hazine bonosunun payı devlet tahviline göre daha büyüktür. 1980'de -13, 85'te 497, 90'da 7,942, 92'de 15,408, 1995'te 85,657, 96'da 274,040, 97'de 1,484,800, 98'de 1,311,000, 99'da 12,233,800 milyar TL tahvil ihracı yapılmıştır. Hazine bonusu ihracı ise 1980'de 40, 85'te 231, 90'da 1,932, 92'de 23,978, 95'te 197,218, 1996'da 792,189, 97'de 1,020,700, 98'de 3,293,200 99'da ise -2,493,300 olarak gerçekleşmiştir.

Kamu kesimi finansman sorunu ciddi vergi reformlarıyla çözülemediği için kamu açıkları sürekli artan tahvil ve bono satışlarıyla devam etmiş ve bu da finansal piyasalar üzerinde bir baskı yaratmıştır.

Finans piyasasının derinliği hakkında M2/GSMH, M2Y/GSMH ve MVS (Mali Varlık Stoku)/GSMH gibi bir takım geleneksel ölçütler kullanılmaktadır. Türkiye'de ve bazı OECD ülkelerinde, geniş tanımlı para arzının (M) Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya (GSYİH) oranları ve Kamu Kesimi Borçlanma Gereği'nin (KKBG) M'ye oranları gözönünde tutularak, finansal derinlik ve finansal baskı konusunda genel bir kıyaslama yapılabilir. Burada belirtilmesi gereken bir husus, M'nin kapsamının ülkeden ülkeye bazı farklılıklar taşımasıdır.

⁵⁴ TCMB 1999 Yıllık Raporu, s.55

Tablo 4. Bazı Ülkelerde Finansal Derinlik ve Baskı Üzerine Kriterler

	KKBG/GSYİH	M/GSYİH	KKBG/M
ABD (1996)	1,5	59,5	2,6
İngiltere (1995)	5,3	104,2	5,1
Fransa (1995)	6,4	67,8	9,5
Almanya (1995)	1,9	63,5	2,9
İtalya (1991)	10,5	65,2	16,0
Arjantin (1994)	0,7	19,0	3,5
Yunanistan (1994)	21,3	46,7	45,5
İsrail (1995)	5,0	78,2	6,4
Türkiye (1996)	9,0	38,1	25,2

M/GSYİH oranının artması finansal derinliğin, KKBG/M oranının artması da finansal baskının arttığını göstermektedir. Türkiye ile gelişmiş OECD ülkeleri için M/GSYİH oranı kıyaslandığında, bu oranın Türkiye’de, gelişmiş OECD ülkelerinininkinin yaklaşık yarısı düzeyinde olduğu yukarıdaki tabloda görülmektedir. Bu kriter ışığında, Türk finans piyasalarında henüz yeterince derinleşme sağlanamadığı ortaya çıkmaktadır.

Türkiye için KKBG/M oranı, yine gelişmiş, hatta gelişmekte olan OECD ülkeleri ile kıyaslandığında, Yunanistan dışında, bu oranın oldukça yüksek düzeyde olduğu görülmektedir. Türkiye’de kamu kesimi açığının büyüklüğü ve bu açığın artan bir şekilde iç borçlanma ile finanse edilmeye yönelmesi, sığ sayılabilecek finansal piyasalar üzerinde baskı yaratmaktadır. Böylece piyasa faiz oranları yüksek düzeylerde seyretmekte ve kredi hacmi sınırlıyken, özel sektörün finansal piyasalardan kredi kullanma maliyeti artmaktadır⁵⁵.

Özet olarak, Türkiye ekonomisi, son 10 yıllık dönemde, artan kamu açıkları, yüksek enflasyon seviyesi ve dalgalı büyüme yapısı ile istikrarsız bir görünüm arzemiştir. Sürekli artan kamu kesimi açıkları yeterince derin olmayan yurt içi mali piyasalar üzerinde baskı oluşturmuş ve reel faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Yüksek reel faiz oranları kamu açıklarını daha da arttırmış ve borç-faiz kısır

⁵⁵ TCMB 1997 Yıllık Raporu, s.45

döngüsü sürdürülemez boyutlara ulaşmıştır. Nitekim, 1999 yılında kamu finansman dengesi önemli ölçüde bozulmuş, iç borç stoku hızla artmış, fiyat artışları hızlanma eğilimine girmiş ve ekonomik faaliyetlerde önemli bir daralma yaşanmıştır.

Ekonominin makro dengelerindeki bu sürdürülemez yapı, orta vadeli ve kapsamlı bir programın uygulamaya konulmasını zorunlu hale getirmiş, bu çerçevede, 2000-2002 dönemini kapsayan bir makroekonomik program hazırlanarak uygulamaya konulmuştur.

2000 yılına ilişkin olarak maliye politikasının temel hedefi, toplam kamu kesimi faiz dışı dengesinde GSMH'nin yüzde 2,2'si oranında fazla elde edilmesini sağlamaktır. Depreme ilişkin harcamalar hariç tutulduğunda bu oran yüzde 3,7'ye yükselmektedir.

Program kapsamında kamu kesimi faiz dışı fazlasının GSMH'ya oranının 2001 ve 2002 yıllarında da yüzde 3,7 olması hedeflenmektedir.

Programın önemli hedeflerinden birisi de kamu kesimi finansman dengesinde kalıcı bir iyileşme sağlamak ve böylece 1999 yıl sonu itibariyle yüzde 58 olması beklenen kamu borç stokunun GSMH'ya oranını 2000 yılında bu seviyede tutmak, takibeden yıllarda ise daha aşağıya çekmektir⁵⁶.

2. TÜRKİYE'DE ÖDEMELER DENGESİNİN SEYRİ

Türkiye'de 1980-1999 döneminde ödemeler dengesindeki gelişmeler, cari işlemler hesabındaki gelişmeler, sermaye hesabındaki gelişmeler ve resmi rezervler dengesindeki gelişmeler şeklinde üç bölümde incelenecektir.

2.1. Cari İşlemler Hesabındaki Gelişmeler

1980-1988 döneminde ihracat ve ithalat değerlerinde oldukça hızlı gelişmeler gerçekleşmiştir. 1980 yılında 2,910 milyon dolar olan ihracat 1988'de 11,929 milyon dolara erişmiştir. Bu on yıllık dönem içinde %300'ün üzerinde bir gelişme kaydedilmiştir. Aynı dönemde ithalat değeri 7,909 milyondan 13,706 milyon

⁵⁶ <http://www.dpt.gov.tr/esk/2000/sunus2.ppt> ve <http://ekutup.dpt.gov.tr/mpg/2000/08.pdf>.

dolar düzeyine ulaşmıştır. Özellikle dönemin ilk yıllarında ihracattaki gelişme ithalattaki gelişmeden daha hızlı olmuş ve dış ticaret açığı 1980'de 4,603 milyon dolardan 1988'de 1,777 milyon dolar düzeyine gerilemiştir. Ancak 1989 yılından itibaren ihracattaki gelişme çok yavaşlamıştır ve dış ticaret dengesi 1988'den sonra hızla aleyhte bir gelişim göstermiş, cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilemiş ve dış açığın büyümesinde etkili olmuştur. 1993 yılı dış ticaret açığı 14,160 milyon dolara ulaşmış ve ihracatın ithalatı karşılama oranı (%52,2) 1980 sonrası dönemdeki en düşük düzeyine indiği bir yıl olmuştur.

Dış ticaretteki rekor açık, uluslar arası sermaye piyasalarında Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesi ve iç piyasada dövize olan hücum, ekonomide mali krizin başlamasına neden olmuştur. 5 Nisan kararlarının alınmasıyla, doların serbest piyasada devalüasyonu, üretimde düşmeler ve fiyatlarda yükselmeler sonucu halkın satın alma gücünün ciddi biçimde daralması ithalat talebinin de daralmasına neden olmuştur. Böylece 1993'te 29,771 milyon dolar olan ithalat, 1994'te 22,606 milyon dolara gerilemiştir. 1994 yılında ihracat 18,390 milyon dolara yükselmiş dolayısıyla dış ticaret açığı 4,216 milyon dolara düşmüş, cari işlemler bilançosu 2,631 milyon dolar fazla ile kapanmıştır.

Dış ödemeler dengesindeki iyileşme ancak bir yıl sürmüş, 1995 yılında ithalat 35,187 milyon dolara, ihracat ise 21,975 milyon dolara yükselmiştir⁵⁷1999'a kadar olan dönemde de dış ticaretteki aynı eğilim sürmüştür. 1996'da Gümrük Birliği dolayısıyla gümrük vergisi ve fonlarda yapılan indirimler, yurtiçi talepte görülen canlanma ve ihracatta görülen yavaşlamanın etkisiyle dış ticaret dengesi olumsuz yönde etkilenmiştir. Cari işlemler dengesinin en önemli bölümünü oluşturan dış ticaret dengesinde; 1996 yılında ihracat 1995'e göre %6,8 artışla 23,225 milyon dolar, ithalat ise %19,2 artışla 43,627 milyon dolar olarak gerçekleşmiş, dış ticaret açığı da bavul ticareti dahil 10,930 milyon dolara yükselmiştir. 1997 yılında ithalat 43,627 milyon dolar ihracat ise 32,446 milyon dolara yükselmiş, ticaret dengesi 15,358 milyon dolar açık vermiştir. Ancak kronik yüksek enflasyon, kamu maliyesindeki bozulmayı önlemek için 1998 yılı başında uygulamaya konulan daraltıcı maliye ve gelirler politikasının etkisiyle, 1998'in ikinci çeyreğinden itibaren yatırımlar ve özel tüketim

⁵⁷ Hüseyin Şahin. *Türkiye Ekonomisi* (Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, Şubat 1997), s. 284-285.

harcamalarında daralma yaşanmıştır. Bunun yanında 1997 yılında yaşanan Asya krizi ve 1998 yılı Ağustos'undaki Rusya krizi dış talepte bir daralma yaratırken özellikle Rusya krizi sonrasında Türkiye ekonomisinden hızlı sermaye çıkışı reel faizleri yükselmiştir, Rusya federasyonunda yaşanan mali kriz Türkiye'nin bavul ticaretini etkilemiş, yapılan anket sonuçları 1998 yılı Ocak-Kasım döneminde bavul ticaretinin yüzde 34,4 azaldığı ortaya çıkmıştır. Nitekim 1997'de 5,849 milyon dolar olan bavul ticareti 1998'de 5,000 dolara gerilemiştir. 1998'de ithalat 45,552 milyon dolara, ihracat 31,220 milyon dolara düşmüş, dış ticaret dengesi 14,332 milyon dolar açık vermiştir. 1999 yılında ekonomideki daralma hızlanarak devam etmiş, Ağustos ve Kasım aylarında yaşanan depremler ekonominin olumsuz gidişini hızlandırmıştır, 1999 yılında dış kaynak girişinin sınırlı olması sonucunda, kamunun yurt içi mali piyasalar üzerindeki baskısı artmış, özel yatırımlar durma noktasına gelmiştir.

Bu çerçevede, iç ve dış talep daralmasının yaşandığı 1999 yılında, ithalattaki azalış ihracattaki azalıştan daha fazla olmuş ve dış ticaret açığı 9,007 milyon dolar olmuştur⁵⁸.

Ödemeler dengesinde, dış ticaretle birlikte, cari işlemleri oluşturan diğer döviz gelirlerindeki gelişmeler aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir.

Görünmeyen kalem gelirleri içerisinde yer alan turizm gelirleri 1985 yılından sonra artmıştır. 1980'de 326 milyon dolar olan turizm gelirleri 1985 yılında ilk defa 1 milyar doların üzerine çıkmıştır. Bunda 1980'li yıllarda turizm sektörüne yapılan yatırımların ve kapasite genişletmelerinin etkisi olmuştur. Turizm özellikle 1985 yılından sonra cari işlemler dengesine önemli ölçüde net katkıda bulunmaya başlamıştır. 1997'de turizm gelirleri toplam ticaret gelirlerinin %21,5'ine denk düşerken, ithalatın %14,4'ü de turizm gelirleriyle finanse edilmiştir. Turizm gelirleri 1999 Ocak-Kasım döneminde 1998 yılının aynı dönemine göre yüzde 28,3 azalarak 4,977 milyon dolara gerilemiş, turizm giderleri de 1,400 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Turizm gelirlerinin azalmasının önemli nedenleri arasında, 1999 yılı başındaki olumsuz dış politik ortam ve Ağustos ayındaki deprem felaketi sayılabilir⁵⁹.

⁵⁸ TCMB, Yıllık Rapor, 1998, s.62; TCMB, Yıllık Rapor, 1999, s.66.

⁵⁹ TCMB, Yıllık Rapor, 1999, s.69.

Tablo 5.1 Ödemeler Dengesi (1980-1999) (Milyon \$)

	1980	1985	1990	1994	1995
A. Cari işlemler					
1. Mal İhracatı (FOB)	2910	8255	13028	18390	21975
İhracat	2910	7959	12959	18106	21636
Bavul ticareti	0	0	0	0	0
Transit ticaret	0	296	67	284	339
2. Mal ithalatı (FOB)	-7513	-11230	-22581	-22606	-35187
İthalat (CIF)	-7909	-11344	-22302	-23270	-35709
Altın (CIF)	0	-269	-1532	-480	-1322
Transit ticaret	0	-227	-46	-551	-301
İthalat sigortası ve navlumu	396	610	1299	1395	2145
Ticaret dengesi	-4603	-2975	-9555	-4216	-13212
Diğer mal ve hizmet gelirleri	762	3162	8933	11691	16094
Turizm	326	1094	3225	4312	4957
Faiz	0	298	917	890	1488
Diğerleri	436	1770	4791	6480	9649
Diğer mal ve hizmet giderleri	-1738	-3184	-6496	-7936	-9717
Turizm	-104	-324	-520	-866	-911
Faiz	-1138	-1753	-3284	-3923	-4303
Diğerleri	-496	-1107	-2712	-3147	-4503
Toplam mal ve hizmet dengesi	-5579	-2997	-7118	-461	-6835
Özel karşılıksız transf. Gel.	2166	1782	3374	2790	3425
İşçi gelirleri	2071	1714	3246	2627	3327
Diğerleri	95	68	128	82	98
Özel karşılıksız transf. Gid.	-13	-20	-25	0	0
Karşılıksız resmi transferler	18	222	144	383	1071
İşçi gelirleri	0	60	79	37	38
Diğerleri	18	162	1065	346	1033
Cari işlemler dengesi	-3408	-1013	-2625	2631	2339
B. Sermaye hareketleri (Rezerv hariç)	672	1065	4037	-4194	4643
Doğrudan yatırımlar (Net)	18	99	700	559	772
Portföy yatırımları (Net)	0	0	547	1158	234
Diğer uzun vadeli Ser. Hareketleri	656	-513	-210	-784	-79
Kredi kullanımı	2284	1509	3679	3349	4126
Anapara geri ödemesi	-1628	-2208	-3938	-5448	-5667
Mevduat (KMDTH-Net)	0	186	49	1315	1462
Kısa vadeli sermaye hareketl.	-2	1479	3000	-5127	3713
Varlıklar	85	127	-409	2423	-383
Verilen krediler	0	-296	156	-38	1101
Banka rezervi ve diğer varlıklar	85	423	-565	2461	-1484
Yükümlülükler	-87	1352	3409	-7550	4096
Sağlanan krediler	-109	1002	2520	-7495	3096
Mevduatlar	22	350	889	-55	1000
C. Net hata ve noksan	1434	-837	-468	1769	2354
Genel denge	90	124	-1308	206	4658
D. Rezerv hareketleri	-90	-124	-1308	-206	-4658
IMF	423	-104	-53	340	347
Resmi rezervler	-513	-20	1255	-546	-5005

Tablo 5.2. Ödemeler Dengesi (1980-1999) (Milyon \$)

	1996 ⁽¹⁾	1997 ⁽¹⁾	1998 ⁽¹⁾	1999 ⁽¹⁾
A. Cari işlemler				
1. Mal ihracatı (FOB)	32446	32647	31220	29326
İhracat	23225	26261	26973	26588
Bavul ticareti	8842	5849	3689	2255
Transit ticaret	379	537	558	483
2. Mal ithalatı (FOB)	-43028	-48005	-45440	-39773
İthalat (CIF)	-43627	-48559	-45922	-40692
Altın (CIF)	-1672	-1867	-1761	-1079
Transit ticaret	-347	-492	-514	-442
İthalat sigortası ve navlunu	2618	2913	2757	2440
Ticaret dengesi	-10582	-15358	-14220	-10447
Diğer mal ve hizmet gelirleri	14628	21273	25802	18748
Turizm	5650	7002	7177	5203
Faiz	1577	1900	2481	2350
Diğerleri	7401	12371	16144	11195
Diğer mal ve hizmet giderleri	-10930	-13419	-15325	-14840
Turizm	-1265	-1716	-1754	-1471
Faiz	-4200	-4588	-4823	-5450
Diğerleri	-5465	-7115	-8748	-7919
Toplam mal ve hizmet dengesi	-6884	-7504	-3743	-6539
Özel karşılıksız transf. (Gelirler)	3892	4552	5568	4813
İşçi gelirleri	3542	4197	5356	4529
Diğerleri	350	355	212	284
Özel karşılıksız transf. (Giderler)	0	0	0	0
Karşılıksız resmi transferler	555	314	159	362
İşçi gelirleri	48	32	41	47
Diğerleri	507	282	118	315
Cari işlemler dengesi	-2437	-2638	1984	-1364
B. Sermaye hareketleri (Rezerv hariç)	8763	8737	448	4671
Doğrudan yatırımlar (Net)	612	554	573	138
Portföy yatırımları (Net)	570	1634	-6711	3429
Diğer uzun vadeli ser. Hareketleri	1636	4788	3985	345
Kredi kullanımı	6048	9905	11505	11036
Anapara geri ödemesi	-5685	-6095	-8174	-10560
Mevduat (KMDTH-Net)	1273	978	654	-131
Kısa vadeli sermaye hareketleri	5945	1761	2601	759
Varlıklar	331	-1750	-1464	-2571
Verilen krediler	-125	-358	-261	-453
Banka rezervi ve diğer varlıklar	456	-1392	-1203	-2118
Yükümlülükler	5614	3511	4065	3330
Sağlanan krediler	4320	3613	1842	2960
Mevduatlar	1294	-102	2223	370
C. Net hata ve noksan	-1781	-2755	-1985	1899
Genel denge	4545	3344	447	5206
D. Rezerv hareketleri	-4545	-3344	-447	-5206
IMF	0	-28	-231	520
Resmi rezervler	-4545	-3316	-216	-5614

Kaynak: Rıdvan KARLUK. Türkiye Ekonomisi (6. Basım, Eskişehir: Beta Ya., 1999), s.439-453.

<http://www.dpt.gov.tr/dptweb/teg/teg-ic.html>

⁽¹⁾ Bavul ticareti dahil.

Cari işlemler hesabını olumsuz yönde etkileyen önemli bir kalem, dış borç faiz ödemeleridir. Geçmiş yıllarda kullanılan dış kredilerin, 1980'li yıllardan itibaren önemli boyutlara ulaşması ve ilk defa 1979 yılında 1 milyar doların üzerine çıkması, cari denge üzerinde çok olumsuz etki yaratmıştır. 1997 yılında ödemeler 4,588 milyon dolara ulaşmıştır. 1999 yılında görünmeyen kalemler gelirlerindeki azalışa karşın dış borç faiz ödemelerinde 1998 yılına göre 54 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Türkiye 1982 yılından sonra, faiz gelirleri de elde etmeye başlamıştır. Kredili mal ve hizmet satışı sonucunda bu gelirler, 1992 yılında 1,012 milyon dolara ulaşmıştır. 1999 yılında 2,119 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye'de ödemeler dengesindeki önemli bir gelir kalemi, işçi gelirleridir. Bu kalem, 1970 yılından başlayarak hızlı bir artış göstermiş ve 1980-1988 döneminde ortalama 2 milyar dolarlık işçi döviz ülkeye gelmiştir. 1989-1997 yıllarında resmi girişler ortalama 3,000 milyon dolar olmuştur. İşçi döviz girişleri, bilançonun önemli bir finansman kalemi olmakla birlikte, döviz kurlarındaki gelişmelerden, iç ve dış piyasalarda uygulanan faiz oranlarından aşırı derecede etkilendiği için, zaman içinde dalgalanma göstermektedir. 1989 yılında bu kalemin 3 milyar sınırını aşmasında Merkez Bankası'nın altın piyasasını faaliyete geçirmesinin ve altın satışlarına başlamasının çok önemli rolü vardır. İşçi döviz gelirleri ayrıca, bedelsiz ithalatın finansmanında da kullanılmaktadır. Almanya'da çalışan Türk işçilerinin bu ülke bankalarındaki tasarruflarının (döviz tevdiat hesaplarının) Türk Merkez Bankası'nın kullanımına sunulması da, Türkiye açısından 1983 yılından itibaren ödemeler dengesinin finansmanı açısından çok önemli bir gelişmedir. 1998 yılında işçi gelirleri 5,568 milyon dolar iken 1999 da ekonomide olumsuz ortam nedeniyle 4,472 milyon dolara gerilemiştir.

İşçi dövizleri 1980'li yıllarda ihracat gelirlerinin ortalama %20'si kadarken bu oran 90'lı yıllarda düşmeye başlamıştır. Bunda, işçi döviz gelirlerinde nispi olarak önemli bir gelişme olmazken, ihracat gelirlerindeki ve ithalat giderlerindeki artış etkili olmuştur.

Türkiye'nin cari işlemler dengesi 1980-86 döneminde devamlı açıkla kapanmıştır. 1988 yılında denge ilk defa olumlu bakiye vermiş ve bu durum istisnai olarak 1989, 1991, 1994 ve 1998 yıllarında görülmüştür. Dış ticaretteki bu kadar

büyük açık, cari işlemler hesabındaki görünmeyen kalemlerle finanse edildiği için cari açığın miktarı makul bir seviyede gerçekleşmiştir.

2.2. Sermaye Hesabındaki Gelişmeler

1980-1998 döneminde Türkiye'nin sermaye hesabı, 1988, 1991 ve 1994 yılları dışında olumlu bakiye vermiştir. Bunun sebebi, özel yabancı sermaye ve portföy yatırımlarında son yıllarda görülen artış ile dış borçlardaki (kredi kullanımı) yükseliştir. Alınan borçlara karşılık, bu borçların ana para geri ödemeleri de sermaye hesabını olumsuz yönde etkilemiştir. Rezerv hariç sermaye hareketlerinde 1994 yılında 4,194 milyon dolar net çıkış olmuş, 1995'de ise net 4,722 milyon dolar giriş gerçekleşmiştir. Bunda, 1995 yılındaki portföy yatırımlarındaki artış ile kısa dönemli borçlanmalardaki yükselişler etkili olmuştur. 1997'de 554 milyon dolarlık net yabancı sermaye ile 1,634 milyon dolarlık portföy yatırımı ülkeye girmiştir. 9,905 milyon dolarlık orta ve uzun vadeli kredi kullanılmış, 6,095 milyon dolar dış borç ana para ödemesi yapılmış, 1,761 milyon dolarlık net kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir. Kısa vadeli sermaye girişinde artan ithalatın finansmanı amacıyla ticari bankaların dış piyasalardan sağladığı döviz kredilerindeki artış ile yabancıların döviz tevdiat hesaplarındaki yükselme (sıcak para) etken olmuştur. 1999 yılında 30 milyon dolarlık yabancı sermaye ile 2,453 milyon dolarlık portföy yatırımı ülkeye girmiştir. 1999 yılı başında kaynak kullanımı destekleme fonu kesintisinin kaldırılması sonucu uzun vadeli kredinin vergi kaynaklı cazibesini kaybetmesi dış borçlanmada orta ve uzun vadeliden kısa vadele bir geçişe neden olmuştur. 1999 yılında 9,326 milyon dolarlık uzun vadeli kredi kullanılmış, 4,310 milyon dolarlık net kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir.

Bilançonun Dresdner Bank [Mevduat (KMDTH)] kaleminde 1990 yılında çok önemli bir düşüş görülmüştür. Dresdner Bank Hesabı, Almanya'da çalışan Türk işçilerinin bu ülke bankalarındaki tasarruflarının diğer bir deyişle döviz tevdiat hesaplarının, Türk Merkez Bankası'nın kullanımına sunulmasıdır. Bu durum, Türkiye'nin son yıllarda resmi kuruluşlar yanında, özel ticari bankalardan da borçlandığını göstermektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde yükümlülük artışı, Türkiye'nin kısa vadeli borçlanmaya ağırlık verdiğinin işaretidir. Kısa vadeli

yükümlülük toplamı 1995 yılında 4,096 milyon dolar iken 1999 yılında 5,382 milyon dolara yükselmiştir. Şüphesiz bu gelişim, ekonomi için sağlıklı bir durum değildir.

Net hata ve noksan, istatiksel fark olup, bilançonun borç ve alacağını dengeleyen bir kalıntıdır. Muhasebe kayıtlarında denge sağlamak için kullanılır. 1982'de 75 milyon dolar, 85'te 813 milyon dolar, 93'te 2,222 milyon dolar, 97'de 2,755 milyon dolar ve 1999 kasım ayı itibarıyla 1,464 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Genel denge başlığı altında ise, tüm işlem gruplarının sonucu gösterilmiştir. 1995 yılında bilançonun genel dengesi Cumhuriyet tarihinin en büyük miktarına ulaşarak 4,658 milyon dolar açık vermiştir. Bu açık, aynı miktardaki rezerv kullanılarak dengelenmiştir. Diğer bir deyişle Türkiye'nin toplam rezervlerinde 1995 yılında 4,658 milyon dolar azalma olmuştur. Bilançonun genel dengesindeki bu açık daha sonraki yıllarda giderek azalmıştır. 1998 yılında 447 milyon dolara gerilemiş ancak 1999'da 4,729 milyon dolara yükselmiştir.

2.3. Resmi Rezervler Dengesindeki Gelişmeler

Türkiye'nin resmi rezervler dengesi, 1984 ve 1991 yılı hariç 1980-1999 döneminde, cari işlemler ve sermaye hesaplarının net bakiyesini kapatmak için aynı miktar borçlu bakiye vermiştir. Diğer bir deyişle yukarıdaki sözü edilen yıllarda cari işlemler ve sermaye hesapları açıkları, rezerv hareketleriyle finanse edilmiştir. Bu açıkların kapatılmasına rağmen Türkiye'nin uluslar arası rezervleri, 1980 yılından bu yana devamlı artmıştır. 1980 yılında Türkiye'nin altın rezervi 155 milyon dolar, brüt döviz rezervleri ise toplam olarak 1,308 milyon dolardır. Bunun 1,077 milyon doları Merkez Bankası nezdindedir. Brüt uluslar arası rezervden muhabir, açıkları çıktıktan sonra net rezervler, 1,209 milyon dolardır. 1984 yılında altın rezervlerinde önemli bir sıçrama olmuş, 1985-1997 yıllarında altın rezervlerinde fazla bir artış meydana gelmemiştir. Buna karşılık Merkez Bankası rezervleri 1984'den sonra hızlı bir gelişme göstermiştir. Benzer gelişme ticari bankaların döviz rezervlerinde de görülmüş ve 1997 yılında net uluslar arası rezervler 27,1 milyon dolara 1999'da 31,970 milyon dolara yükselmiştir⁶⁰.

⁶⁰ Karluk, a.g.e., s.435-439; TCMB Yıllık Rapor 1999, s.73-77.

Tablo 6. Uluslararası Rezervler (1980-1999) (milyon \$)

Yıllar	Altın	Brüt döviz rezervleri			Brüt uluslararası rezervler	Muhabir açıkları	Net uluslararası rezervler
		Merkez Bankası	Ticari Bankalar	Toplam			
1980	155	1,077	231	1,308	1,463	254	1,209
1985	1,040	1,020	1,595	2,615	3,655	376	3,279
1988	1,368	2,307	2,921	5,228	6,596	168	6,428
1991	1,493	4,918	5,842	10,760	12,253	3	12,250
1993	1,488	6,213	10,061	16,274	17,762	1	17,761
1994	1,410	7,112	7,997	15,109	16,519	5	16,514
1995	1,383	12,391	9,563	21,954	23,337	20	23,317
1996	1,383	16,273	7,352	23,624	25,007	42	24,965
1997	1,124	18,419	7,625	26,044	27,168	30	27,138
1998	1,012	19,721	8,773	28,494	29,506	7	29,499
1999 ⁽¹⁾	1,011	22,529	8,441	30,970	31,981	11	31,970

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor 1999; Karluk, a.g.e., s.439.

⁽¹⁾ Kasım 1999 itibariyle

3. TÜRKİYE'DE FİNANSAL GELİŞMENİN SEYRİ

Türkiye'de finansal sistemin yapı ve işleyişi 1980 öncesi ve sonrası dönemler bakımından önemli farklılıklar içermektedir. Bu nedenle, 80 öncesinin genel özelliklerine kısaca değindikten sonra, 1980 sonrası yapı ve işleyişi açıklamakta fayda vardır. Akyüz'e (1990) göre, 1980 öncesinde Türk ekonomisinde piyasalar baskı altındaydı ve finansal baskı şu öğelerden oluşmaktaydı: mevduat ve ödünç faizi üzerine konulan tavanlar ve negatif reel faiz hadleri; kredi tayınlaması ve öncelikli sektörlere sübvansiyonlu krediler; finansal gelirler ve işlemlerin yüksek oranda vergilendirilmesi; yüksek rezerv ve likidite oranları ve yüksek aracılık maliyetleri; bankalar ve finansal olmayan kesim arasında iç içe geçmiş ortaklıkların çokluğu; finansal olmayan şirketlerin doğrudan borç senedi ve hisse senedi yoluyla finansmana başvurmak yerine banka kredilerine aşırı dayanmaları; merkezi finansmana başvurmak yerine banka kredilerine aşırı dayanmaları; merkezi hükümet ve KİT'lerin açık finansmana fazlasıyla başvurmaları; yabancı bankaların yurt içi piyasalara girişine

engeller konulması; dış finansal işlemlere ve yabancı aktif tutmaya getirilen kısıtlamalar⁶¹.

3.1. Türk Mali Sisteminde Liberalizasyon

Müdahaleci politikalar 1980 öncesi Türkiye ekonomisinin temelini teşkil etmektedir. Bu dönemde mevduat ve kredi faiz oranları üzerine tavanlar konulmuş ve negatif reel faiz oranları, kredi sınırlamaları ve selektif kredi politikaları ile sanayide ucuz kaynak sağlanmıştır. Kazanılmamış gelirler ve finansal işlemler üzerine aşırı vergi yükü konulmuş, yüksek düzeyde zorunlu karşılık ve disponibilite oranları maliyetler üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu bir ortamda şirketler, öz kaynak artırımından çok kredi kullanımı yoluyla genişleşmişlerdir. Bankalar, rekabet ortamının son derece düşük olduğu bir ortamda, verimlilikten uzak düşük bir performansla çalışmışlardır. Yabancı bankaların piyasaya girişleri ve yurtdışı finansal işlemlerin yapılması engellenmiştir. Kamu açıklarının finansmanında MB kaynakları geniş oranda kullanılmıştır. Sonuçta kaynakların doğru yerlere tahsis edilemediği ve etkin işlemeyen bir finans sistemi ortaya çıkmıştır.

Türkiye 1980'li yıllara yirmi yıllık planlama deneyimini terk eden yeni bir iktisat politikası anlayışı içinde girmiştir. Bu yeni anlayış, kaynak tahsisinde hükümetlerin doğrudan müdahalelerini azaltarak özel sektör öncülüğünde dışa açık sanayileşmenin sağlanmasına dayanmaktaydı. Hükümetin doğrudan müdahale araçları olan kontrollü dış ticaret ve kambiyo rejimi, kontrollü para ve kredi sistemi, fiyat kontrolleri, 1980 öncesinde Türkiye'de yoğun olarak kullanılmıştır. 24 Ocak 1980 istikrar tedbirleri ile birlikte ilk olarak fiyat kontrolleri terk edilmiş, daha sonra zaman içinde dış ticaret ve kambiyo rejimi ile para kredi sisteminde önemli ölçüde serbestleşmeye gidilmiştir. Kısaca, Türkiye'deki uygulamada planlamadan vazgeçilirken, doğrudan müdahale araçları da tasfiye edilmiştir.

Bununla beraber ekonomideki belli özellikler finansal liberalizasyonun görelisi olarak başarı durumunu etkilemektedir. Özellikle pozitif reel faiz oranlarına ulaşmak

⁶¹ Metin Toprak, *Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler- 1980-1995* (Ankara: Turhan Kitabevi, Eko. ve Sos. Araştırmalar Ya.No:1, 1996), s.71.

için uygulanacak liberalizasyon stratejisi ülke şartlarına bağlıdır. Nitekim, liberalizasyon stratejisinin, Villaune ve Mirakhor (1990)'nun ülke koşullarına göre yaptığı sınıflandırmasında Türkiye, faiz oranlarının kısa vadede serbestleştirmeye gidilmesinin istikrarlı makro ekonomik ortamın ve yeterli banka denetiminin olmadığı ortamda yapıldığı birinci grubuna sokulmaktadır. Nitekim, aşağıda açıklanan liberalizasyon alanında 1980 sonrası dönemde Türkiye'de mali yapıdaki gelişmeler bu görüşü destekler niteliktedir.

3.2. 1980 Sonrası Dönemde Finans Sektöründe Yapılan Düzenlemeler

Finansal liberalizasyon doğrultusundaki ilk değişiklikler Haziran 1980'de başlamıştır. Bu tarihte, vadesiz mevduat ve belli başlı kredi türleri dışındaki mevduat ve kredi oranları üzerindeki tavanlar kaldırılmıştır. Bankalara mevduat sertifikası çıkarma olanağı verilmiştir. Bu tarihten itibaren Ekim 1988'e kadar mevduat faiz oranlarına ilişkin çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler, ekonominin durumuna göre faiz sınırlamaları şeklinde değiştirilerek uygulanmıştır. Ekim 1988 yılından itibaren ise mevduat faiz oranlarının bankalar tarafından tamamen serbestçe belirlenmesine izin verilmiştir.

1981 yılında birinci ve ikinci el piyasaların düzenlenmesi, geliştirilmesi ve denetlenmesi amacı ile Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuş ve Şubat 1982'de de Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe girmiştir. Bu dönemden sonra, mevcut araçlar yeniden düzenlenmiş, ayrıca gelişmiş sermaye piyasaları dikkate alınarak yeni araçlar kullanıma sunulmuştur. Tahvil ihracı miktar ve prosedürü açısından kısıtlayıcı engeller kaldırılmış, diğer taraftan da tahvillerin mevduat ve hazine bonoları karşısında getiri yönünden rekabet eşitsizliklerinin önlenmesine yönelik düzenlemeler yapılmıştır. Özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren özel sektör tahvilleri yaygın kullanım alanları bulmuş ve bu şekilde şirket yatırımları açısından önemli bir finansman imkanı yaratılmıştır. 25 Aralık 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası resmen faaliyete başlamıştır. Bu tarihten itibaren hızlı bir gelişme gösteren Borsa, 1990 yılına gelindiğinde artık yeterli büyüklüğe ulaşmıştır. Günümüzde, yabancı yatırımları da çeken Borsa, özelleştirme politikası ve şirketlere kaynak sağlama açısından da yeterli kapasiteye sahip bir düzeydedir. Bununla beraber sermaye

piyasasında kamu kağıtlarının hakimiyeti açık bir şekilde görülmektedir. Bunun sebebi de özellikle 1985 sonrasında kamu açıklarının finansmanında kullanılan hazine bonosu ve devlet tahvili ihraçlarındaki artıştır.

Ele alınan dönemde bankacılık sektöründe de önemli gelişmeler olmuştur. Yabancı bankaların şube açmaları teşvik edilmiş ve Türk bankaları ile aynı haklara sahip olarak işlem yapmalarına izin verilmiştir. Günümüzde sayıları 23'e ulaşan yabancı bankaların, bankacılık sektöründe rekabetin artması açısından önemli fonksiyonu bulunmaktadır. Türk bankalarının uluslar arası işlemlerini genişletme ve dış borç alabilme imkanları genişletilmiştir.

Diğer taraftan, Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 30 Sayılı Karar ile Türkiye'deki kişilerin beraberlerinde döviz bulundurmaları, dilerlerse dövizleri bankalarda açacakları döviz hesaplarında tutmaları ve bu hesaptaki dövizleri, efektif olarak kullanmak dahil, serbestçe tasarruf edebilmeleri imkanı getirilmiştir. Daha sonra 32 Sayılı Kararla bu çerçeveye daha da genişletilmiş, Türk parasının konvertibilitesine geçilmiştir.

Nisan 1986'da Merkez Bankası nezdinde bankalararası para piyasası yürürlüğe girmiştir. Böylece, kısa dönem nakit fazlası olup bunu plase edemeyen bir ticari bankanın diğer bir ticari bankaya borç verebilmesi, nakit ihtiyacı olan diğer bankaların ise bu ihtiyacını uzun dönemli varlıklarını elinden çıkarmadan karşılayabilmeleri sağlanmıştır. Bu piyasada oluşan faizler de, genelde piyasanın likidite durumunun bir göstergesi olmaktadır.

Bir para politikası aracı olarak açık piyasa işlemleri, 1211 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanunu'nda yer almasına karşın, ancak 1986 yılında işlerlik kazanabilmiş, gerçek uygulama Mart 1987'de başlamıştır. Döviz ve Efektif Piyasaları'nın faaliyetleri Ağustos 1988'de kur belirleme seansları ile başlamış ve daha sonra TL-Döviz, TL-Efektif, Efektik-Efektik (TL karşılığı swap), Döviz-Döviz, Döviz-Efektif piyasaları ve nihayet Döviz Depoları ve TL Depo-Döviz Depo piyasaları açılmıştır.

Daha çok bir teşvik aracı olarak yıllarca kullanılan munzam karşılık oranları, 1984 yılında getirilen bir düzenleme ile, tamamı bloke edilmeye ve hiçbir amaçla

kullanılmamaya başlanmış, böylece munzam karşılık oranlarına, bir para politikası aracı olarak tekrar etkinlik kazandırılmaya çalışılmıştır⁶³.

3.3. Türkiye'de Finansal Liberalizasyonun Sonuçları

Türkiye'de liberalizasyon süreci 1980 yılında bir istikrar programıyla başlamıştır. Ancak, liberalizasyon süreci kamu açıklarının ve ödemeler dengesi açıklarının çok yüksek olduğu, büyümenin neredeyse durduğu hiper enflasyonist bir ortamda başlamıştır. Piyasa dengelerinin hemen tamamen bozuk olduğu bir ortamda başlatılan liberalizasyon süreci, olumlu gelişmelerin yanında pek çok istenmeyen sonuçları da beraberinde getirmiştir. Finansal liberalizasyon sürecinde en önemli göstergelerden biri, finansal derinleşme göstergeleridir.

Türkiye'de liberalizasyon politikalarının pürüzsüz bir şekilde uygulanmamışının iki açıklaması vardır. İlki, para- döviz piyasalarında spekülatif işlemlerin olmasıdır. Bu işlemlerden bazıları, belki de, piyasaların yeterince güçlü olmaması sebebiyle kaçınılmazdı. Fakat, bu hareketler zaman zaman yasal denetimlerdeki boşluklarla davet edilmişlerdir. Bazı küçük bankaların ve pek çok komisyoncunun (borker) batışlarının getirdiği ekonomik krizler, buna örnek olarak verilebilir. İkinci olarak, 1980'lerin ikinci yarısında yükselen kamu sektörü açıkları ve politika belirsizlikleri bulunması ve bunların sonucunda hükümetlerin güvenilirliklerinin kaybolmasıdır.

Bu gelişmeler ve politika hedefleri arasında bir çelişki bulunmaktadır. Bir taraftan hükümetler, ekonomideki dengesizlikleri liberalizasyon yoluyla elimine etmeye çalışırken, diğer taraftan da özellikle 1985 sonrası hükümet politikalarının kendisi, dengesizliğin kaynağı olmuştur.

Tasarruflar açısından, liberalizasyon, kendisinden beklenen sonuçları getirememiştir. McKinnon Shaw (Yeni Yapısalcı Yaklaşım) hipotezinin aksine, reel mevduat faiz oranlarındaki artışlar özel tasarruf oranlarını arttırmamıştır. Ekonometrik çalışmalar, reel mevduat faiz oranlarının tasarruf oranı üzerindeki etkisinin pozitif, fakat istatistiki olarak önemsiz olduğunu göstermektedir. Liberalizasyon sürecinin

⁶³ Belgin Akçay-Eren Öğretmen, "Finansal Liberalizasyon ve Türkiye'de Mali Piyasalar", *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 1996, s.51-52.

başladığı ilk altı ayda (1980-1985), reel faiz oranlarında görülen hızlı sıçrama olduğunda, gerçekte, özel tasarruf oranında düşme olmuştur. 1986 yılından sonra özel tasarruf oranında hatırı sayılır bir yükselme olmuştur; ancak, bu yükselme reel faiz oranlarındaki değişimden kaynaklanmamaktadır. Bu yükselmedeki önemli etken, 1986'da konut kredileri ile desteklenen konut patlamasıdır.

Tasarruf oranlarının yükselmesindeki başarısızlığın ve McKinnon-Shaw hipotezinin gerçekleşmemesinin iki sebebi bulunmaktadır. Bunlardan ilki, reel faiz oranı değişikliklerinin pozitif ikame ve negatif gelir etkisinin olmasıdır. McKinnon-Shaw hipotezinde, negatif gelir etkisinin dikkate alınmadığı görülmektedir. Bu iki etkinin görece üstünlüğüne bağlı olarak sonuçlar değişecektir. Keynesyenlerin ve neo-yapısalcıların savundukları ikinci açıklama ise, faiz gelirini elde edenlerin marjinal tüketim eğilimlerinin farklı olması ile ilgilidir. Eğer ilk grubun marjinal tüketim eğilimi ikinci gruptan büyükse, bu durumda, ceteris paribus, daha yüksek reel faiz oranları yoluyla kar elde eden kesimden faiz geliri elde eden kesime gelirin yeniden dağılımı, tasarruf oranlarında bir azalma sonucunu doğurabilecektir. Her iki faktör de Türkiye için çalışmaktadır.

Yatırımlar açısından liberalizasyonun etkisi, tasarruflardaki durumdan bile daha zayıf olmuştur. 1980'lerin ilk yarısında, özel kesim yatırım oranlarında bir düşme bulunmaktadır. Bu oran, 1980'lerin ikinci yarısında artmıştır, ancak bu artış, geniş ölçüde konut yatırımlarındaki patlamadan kaynaklanmıştır. Verimli özel yatırımlar önce hissedilir ölçüde düşmüş, sonra da 1970'lerdeki seviyesinden daha düşük bir seviyede durgunlaşmıştır.

Verimli özel yatırımları negatif bir şekilde etkileyen en önemli faktörler arasında belirsizlik ve reel faiz oranları yer almaktadır. Belirsizlik, bir politika değişiminin başlarında kaçınılmazdır; ancak bu faktör, McKinnon-Shaw hipotezinde tamamen gözardı edilmiştir. Yatırımcıların oldukça düşük bir iç talep ile karşı karşıya buldukları ve uluslar arası piyasalara yönelmeleri için teşvik edildikleri 1980'li yılların başlarında, Türkiye ekonomisinde bu tür belirsizliğin bulunduğu öne sürülmektedir. Belirsizlik 1980'lerin ikinci yarısında da devam etmiştir. Bu defa, belirsizlik hükümet politikalarından yayılmıştır.

Finansal liberalizasyon, Türkiye'de, özel tasarruf ve yatırım oranlarını yükseltmemiştir, ancak, büyüme oranı üzerinde pozitif bir etkinin olduğundan söz

edilebilir. Eğer liberalizasyon, kaynakların sektörler arasında daha etkin dağılımına, sermaye ve diğer faktörlerin etkin kullanımına yol açarsa, bu tür bir etki mümkündür. Sermaye verimliliği büyüme oranı, özel imalat endüstrisi açısından, liberalizasyon döneminde önceki dönemlere kıyasla, bu etkilerin daha yüksek olduğunu göstermektedir. benzer bir örnek toplam faktör verimliliğinin büyümesi için de gözlenmektedir. Sonuç olarak, özel sektör endüstrileri kaynakları, liberalizasyon döneminden öncesi (müdahaleci politikaların uygulandığı) dönemlere kıyasla daha etkin kullanılmıştır⁶⁴.

3.4. Finansal Yapıda Derinleşme ve Mali Varlık Stokunun Bileşimi

1980-99 döneminde finansal derinleşme göstergesi olarak $M_2/GSMH$, $L_0/GSMH$, Mali Varlık Stoku (MVS)/GSMH ölçütleri kullanılacaktır. Bu dönemde ister geniş tanımlı para arzının (M_2) GSMH'ya oranı ve en geniş tanımlı para arzının (L_0) GSMH'ya oranı, ister MVS/GSMH gibi en uçta yer alan ölçütler kullanılsın, Türkiye'nin finansal yapısının derinleştiği açıktır.

Tablo 7. Finansal Yapıda Derinleşme Göstergeleri, 1980-99 (%)

Yıllar	$M_2/GSMH$	$L_0^{(1)}/GSMH$	MVS/GSMH
1980	17,4	18,2	20,7
1985	24,2	26,4	35,7
1990	18,0	19,0	31,0
1993	14,1	20,8	44,7
1995	16,0	22,4	51,8
1996	19,5	24,2	73,7
1997	19,2	26,4	62,7
1998	21,3	28,7	70,6
1999	28,1	37,0	84,0

⁽¹⁾1980 yılı için $M_3/GSMH$ oranı kullanılmıştır

$M_2 = M_1 + MD$

$L_0 = M_3 + Döviz Tevdiat Hesabı$

MVS = Mali Varlık Stoku

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr>; TCMB yıllık rapor 1999; <http://www.dpt.gov.tr>

⁶⁴ Akçay-Öğretmen, a.g.e., s:53-54.

Ancak finansal yapının derinleşmesi kendi başına bir başarı göstergesi olarak ele alınamaz. Finansal serbestleşmenin başarısını tasarruf ve etkinlik kazanımlarında aramak gereklidir. Yine de finansal derinleşme, Türkiye'nin 1980'lerdeki kapitalist gelişme modelinin tümleyicisi ve ayrılmaz parçası sayıldığından bu bağlamda önem ve anlam taşımaktadır.

1985'te $M_2/GSMH$ oranının 1980'e göre yükselişi 1978-80 bunalım yıllarında gözlenen finansal aktif tutmaktan kaçınma eğiliminin tersine döndüğüne ve bunalım öncesi aktif tutma alışkanlıklarının yeniden kazanıldığına işaretler⁶⁵. 1990'lı yıllarda bu oranda belirgin bir artışın olmaması, finansal derinleşmenin gerçekleşmediği kanısını uyandırmalıdır. $L_0/GSMH$ ve $MSV/GSMH$ oranlarına bakıldığında finansal gelişmeyle ilgili daha sağlıklı kanıya varılacaktır. 1980'den sonra $L_0/GSMH$ ve $MSV/GSMH$ oranı, 81-87 döneminde geliştirilen araç yeniliklerinin etkisiyle artış göstermiştir. $MVS/GSMH$ oranı 1984 sonrasında kamu kesiminin geniş çaplı ihraçlarının da etkisiyle artmış, 1987'den sonra gerilemişse de 91-99 döneminde kamu borç senetlerinin hızlı artışıyla yeniden artış eğilimine girmiştir.

Mali varlık stoku finansal derinleşme hakkında daha ayrıntılı fikir edinebileceğimiz bir göstergedir. Çünkü mali varlık stoku tüm finansal varlıkların toplamını göstermektedir. Bu yüzden mali varlık stoku bileşimindeki değişmelerin ayrıntısı Tablo 8'de miktar olarak Tablo 9'de ise tüm mali varlıkların toplam içindeki yüzde payları verilmiştir.

⁶⁵ İzzettin Önder ve diğerleri, *Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar*, İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, Ekim 1993), s. 132-133.

Tablo 8.1. Mali Varlık Stokunun Bileşimi (1980-1999)
(Milyar TL)

	1980	1985	1990	1993	1995
Dolaşımdaki nakit	218	1011	11,343	51,364	118,506
Bankacılık sektörü					
Toplam mevduat	768	9221	84,068	435,933	2,334,390
Tasarruf mevduatı	343	4849	34,901	126,160	691,204
Vadeli	160	4335	29,640	106,738	636,592
Vadesiz	183	514	5,261	19,422	54,612
Diğer mevduat ⁽²⁾	125	3189	27,393	112,409	389,897
Döviz tevdiat hesabı	-	1183	21,774	197,364	1,253,290
Menkul Kıymetler	115	2769	27,770	406,588	1,620,365
Kamu kesimi	75	2657	21,501	334,597	1,446,139
Devlet tahvili	65	1241	12,458	150,090	343,345
Hazine bonosu	10	1416	8,443	179,151	1,096,321
Gelir ort. snt.	-	-	600	-	6,473
Dövizle endeksli snt.	-	-	-	5,356	-
Özel kesim	40	112	6,269	71,991	174,226
Hisse snt.	21	76	4,107	9,573	51,333
Tahvil	19	36	762	715	1,883
Varlığa day.men.kıy.	-	-	-	52,756	113,929
Diğer ⁽³⁾	-	-	1,400	8,949	7,082
TOPLAM	1101	13,001	123,181	893,885	4,073,261

Tablo 8.2. Mali Varlık Stokunun Bileşimi (1980-1999)
(Milyar TL)

	1996	1997	1998	1999 ⁽¹⁾
Dolaşımdaki nakit	345,893	641,707	1,106,023	2,003,483
Bankacılık sektörü				
Toplam mevduat	5,262,310	10,677,268	20,148,459	32,678,201
Tasarruf mevduatı	1,743,091	3,191,505	6,425,226	11,826,551
Vadeli	1,609,315	2,955,000	6,099,222	11,391,974
Vadesiz	133,776	236,493	326,004	434,577
Diğer mevduat ⁽²⁾	891,590	1,991,911	4,123,986	5,663,808
Döviz tevdiat hesabı	2,627,629	5,493,852	9,599,247	15,187,842
Menkul Kıymetler	5,129,144	6,636,655	12,194,159	27,741,950
Kamu kesimi	4,969,897	6,259,962	11,352,381	26,886,408
Devlet tahvili	1,247,869	3,185,561	4,708,066	20,027,770
Hazine bonusu	3,722,028	3,074,401	9,546,260	6,858,638
Gelir ort. snt.	4,457	-	-	-
Döviz endeksli snt.	13,660	-	-	-
Özel kesim	159,247	376,693	841,778	855,542
Hisse snt.	102,202	305,693	696,822	678,871
Tahvil	1,229	1,496	2,533	-
Varlığa day. men. kıy.	41,629	23,000	11,000	-
Diğer ⁽³⁾	14,187	46,465	131,423	176,671
TOPLAM	10,737,347	17,955,630	33,448,641	62,423,634

Kaynak: <http://www.dpt.gov.tr>; TCMB Yıllık Rapor 1999; TC. Maliye Bakanlığı Yıllık Ekonomik Rapor 1999.

(1) Eylül sonu itibariyle.

(2) Resmi kurumlar mevduatı ve bankalar arası mevduat hariç.

(3) Diğer=Banka bonusu, finansman bonusu, katılma belgesi.

Tablo 9. Mali Varlık Stokunun Bileşimi (1980-1989) (%)

	1980	1985	1990	1993	1995	1996	1997	1998	1999
Dolaşımdaki nakit	19,8	8,8	9,2	5,7	2,9	3,2	3,5	3,3	3,2
Bankacılık sektörü									
Toplam mevduat	69,7	70,9	68,2	48,7	57,3	49,0	59,4	60,2	52,3
Tasarruf mevduatı	31,1	37,2	28,3	14,1	16,9	16,2	17,7	19,2	18,9
Vadeli	14,5	33,3	24,0	11,9	15,6	14,9	16,4	18,2	18,2
Vadesiz	16,6	3,9	4,3	2,2	1,3	1,3	1,3	1,0	0,7
Diğer mevduat	11,3	24,6	22,2	12,6	9,6	8,3	11,0	12,4	9,1
Döviz tevdiat hesabı	—	9,0	17,7	22,0	30,8	24,5	30,7	28,6	24,3
Menkul Kıymetler	10,5	20,3	22,6	45,6	39,8	47,8	37,1	36,5	44,5
Kamu kesimi	6,9	19,5	17,5	37,4	35,3	46,2	34,8	33,9	43,0
Özel kesim	3,6	0,8	5,1	8,2	4,5	1,6	2,3	2,6	1,5
TOPLAM	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Kaynak: <http://www.dpt.gov.tr>; TCMB Yıllık Rapor 1999; TC. Maliye Bakanlığı Yıllık Ekonomik Rapor 1999.

Tablo 8 ve 9 incelendiğinde dikkati çeken bir nokta 1982-83 bankerler krizinin etkilediği likidite talebi artışı istisna edilirse dolaşımdaki paranın MVS içindeki payının gittikçe düşmesidir. Bu düşüş halkın diğer finansal aktifleri tercih etme eğilimlerinde bir yükselmeden kaynaklanmakla birlikte, enflasyonist ortamda halkın ellerinde para tutmak istememelerinden kaynaklanmaktadır.

Aynı şekilde vadesiz mevduatların MVS içindeki payı süratle düşmüştür. Bu durumda enflasyonist bir ortamın ürünüdür. Kısa vadeli ve nominal getirisi ihmal edilmeyecek kadar yüksek alternatiflerin (örneğin 1-3 ay vadeli mevduatlar, yatırım fonları vb.) bu aktifin çekiciliğini azaltmakta, tutulmasını zorunlu işlemlerle sınırlamaktadır⁶⁶.

Vadeli mevduatlar ise 1980'e kadar uygulanan reel negatif faiz nedeni ile hayli düşük düzeyde kalmıştır. Ancak 1980'den sonra mali liberalleşme ile serbest bırakılan faiz oranlarındaki artış 1980-85 arası vadeli mevduatın MVS içindeki payı hızla

⁶⁶ Önder ve diğerleri, a.g.e., s.133-136.

artmıştır. 1984 yılında döviz tevdiat hesaplarının (D.T.H) açılmasıyla vadeli mevduatın payında bir azalma yaşanmış, 1995-1999 arası toplam mali varlıklar içindeki payı ortalama 16,6 civarında kalmıştır.

Yerleşiklerin döviz mevduatının MVS içindeki payı 1989-90'da TL'nin değerlendirilmesi dolayısıyla düşük olmakla birlikte, 1984 yılına göre çok yükselmiştir (1984'te bu oran 3,8 iken 1989'da 12,9; 1990'da 17,7; 1999'da 24,3'tür.). 1993 yılından itibaren ekonomik istikrarsızlık nedeniyle DTH büyük oranda yükselmiş, para ikamesi olgusu stok değeri olarak TL ve döviz mevduatının mali varlıklar içinde hemen hemen eşit büyüklüklere varmasıyla, belirgin ve kaygı verici bir boyut kazanmıştır⁶⁷.

Ayrıca ekonomik ortamın istikrarsızlığı vadeli mevduatların yapısına da yansımış, kısa vadeli mevduatların payı zamanla artmış uzun vadeli (1 yıl) mevduatların payı zamanla azalmıştır. Tablo 10'da vadeli mevduatın vadelere göre dağılımı verilmiştir.

Tablo 10. Vadeli Mevduatın Vadelere Göre Dağılımı

	1 yıl	6 ay	1-3ay
1980	95,1	4,5	0,4
1985	5,9	44,6	49,5
1990	30,0	24,2	45,8
1993	12,7	26,1	61,2
1995	6,9	30,1	36,0
1996	4,6	33,5	61,9
1997	6,0	31,2	62,8
1998	8,3	15,6	53,7
1999	10,2	22,2	51,1

Kaynak: TCMB Yıllık Rapor 1987-1993-1999.

Tablo 10'a göre 1980'de 1 yıl vadeli mevduatın toplam içindeki payı %4, 6 ay vadeli mevduatın %4,5, 1-3 ay vadeli mevduatın 0,4 olarak gerçekleşirken 1998'de sırasıyla %8,3, %15,6 ve 53,7 olarak gerçekleşmiştir. 1999'da ise 1998'e göre vade

⁶⁷ Önder ve diğerleri, a.g.e., s.133-136.

yapısı bir ölçüde değişmiş ve daha uzun vadelere kayış gerçekleşmiştir. 1999'da toplam mevduat içinde uzun vadeli mevduatın payı 10,2'ye yükselmiştir⁶⁸.

Bankacılık sektörünün mali varlıklar içindeki payı, 1981'deki mevduat sertifikası ihraçları dolayısıyla yükselmiş, 82-86 döneminde %70'ler düzeyinde kalmıştır. 1987 sonrasında söz konusu oranda kayda değer bir düşüş görülmektedir. Bu düşüşün açıklayıcı nedeni, kamu kesimi menkul kıymet ihraçlarının yeni ve daha yüksek bir düzeye yükselmesi ve İMKB'nin faaliyete geçmesi ile özel sektör ihraçlarının canlanmasıdır.

Sermaye piyasasının MVS içindeki payının 1980-99 arasındaki gelişimi üç alt dönemde izlenebilir. 1980-83 döneminde hisse senedi ve tahvil ihraçları oldukça düşük oranlarda kalmıştır. 1984-86 döneminde kamu kağıtlarının yeni bir tırmanışa geçtiği ancak özel kesim ihraçlarının oransal payında bir değişme olmadığı gözlenmektedir. 1987 sonrasında yine özel kesim ihraçlarına göre kamu kesimi ihraçlarından önemli artışlar görülmektedir⁶⁹.

Özetle 1999'lara gelindiğinde finansal varlık ihraçlarının yaklaşık 2/3'ü bankacılık sektörü tarafından gerçekleştirilmektedir; geri kalan 1/3'ü ise sermaye piyasası ihraçlarıdır.

Kamu kesimi kağıtlarının sermaye piyasa ihraçları ve içindeki yüksek payı ve bu araçların yüksek likiditesi nedeniyle ikincil piyasalarda da kamu kağıtları egemendir. İkincil piyasada işlem gören özel kağıtların toplam içindeki payı 86'da %6, 1992'de %11 1997'de %5,6, 1999 temmuz ayı itibarıyla %2,9'dur. 1999 temmuz ayı itibarıyla kamu kağıtlarının toplam içindeki payı %97,1'dir. Dikkat edilmesi gereken bir noktada ikincil piyasa işlemlerinin aracı kuruluşlar arasındaki dağılımıdır. İkincil piyasa işlemlerinin yaklaşık %90'ı bankalar, %10'u ise diğer aracı kuruluşlar tarafından yapılmaktadır⁷⁰.

3.5. Bankacılık Sisteminde Gelişmeler

1980 sonrası yıllar, özellikle de sermaye hareketleri serbestleşmesini izleyen yıllar (1989-99) bankalar sisteminde önemli sayısal gelişmelere sahne olmuştur. Tablo

⁶⁸ TCMB Yıllık Rapor 1999, s.123.

⁶⁹ Önder ve diğerleri, a.g.e., s.136-138.

⁷⁰ TC. Maliye Bakanlığı, Yıllık Rapor 1999, s.144.

11'de Türkiye'de bankaların sayısındaki gelişmeler verilmiştir. 1980'de 9'u kamu bankası, 24'ü özel ticari banka, 4'ü yabancı banka ve 6'sı da kalkınma ve yatırım bankası olmak üzere 43 banka bulunmaktaydı. Türkiye'de 1980 sonrası çok sayıda firma aldıkları kredileri ödeyemez duruma düşmüş bunun sonucunda banka kredilerinin önemli bir bölümü batık kredi haline gelmiştir. 1983-1984 yıllarında 4 banka Ziraat Bankası'na devredilmiş iki bankanın bankacılık faaliyetleri durdurularak tasfiye edilmiştir.

Tablo 11. Türkiye'de Banka Sayısındaki Gelişmeler (1980-1999)

	1980	1985	1989	1993	1995	1996	1997	1998	1999
Ticaret bankaları					55	56	59	60	62
Kamusal sermayeli	37	44	53	58	5	5	5	4	4
Özel sermayeli ⁽¹⁾	9	9	8	6	32	33	36	38	39
Yabancı sermayeli	24	20	24	32	18	18	18	18	19
Kalkınma ve yatırım bankaları	6	6	9	12	13	13	13	15	19
Kamusal sermayeli	4	4	3	3	3	3	3	3	3
Özel sermayeli	2	2	2	6	7	7	7	9	13
Yabancı sermayeli	-	-	4	3	3	3	3	3	3
Toplam	43	50	62	70	68	69	72	75	81

⁽¹⁾ Fondaki bankalar dahil

Kaynak: <http://www.tbb.org.tr/asp/1999.asp>; Karluk, a.g.e., s.372.

Bütün bu gelişmelerden sonra, ekonomide yaşanan olumsuz gelişmelerin mali sistem üzerindeki etkilerini sınırlandırmak amacıyla 1994 yılında geçici bir çözüm olarak getirilen tasarruf mevduatının tümüne fon güvencesi 1999 yılında da devam etmiştir. 22.12.1999 tarihinde özel sermayeli ticaret bankaları grubunda yer alan 5 banka (Yurtbank, Esbank, Yaşarbank, Egebank ve Sümerbank) Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmiştir. Bankacılık sisteminde 1999 yılı sonu itibariyle 81 banka faaliyet göstermiştir. Bu bankaların 62'si ticaret, 19'u ise kalkınma ve yatırım bankasıdır. Ticaret bankalarından 4'ü kamusal sermayeli banka, 31'i özel sermayeli

banka, 19'u yabancı bankadır. 8 banka Fon'un yönetimindedir. Kalkınma ve yatırım bankalarının 3'ü kamusal sermayeli, 13'ü özel, 3'ü ise yabancı sermayeli bankalardır.

Türkiye'de bankacılık sektörü, 1980 öncesinde genelde oligopolcü piyasa yapısına sahipken, 1980 sonrasında kısmen bu yapıdan kurtulmuştur. Özel yerli ve yabancı bankaların sektöre girişi yoğunlaşma oranını kayda değer oranda etkilemiştir. Nitekim son yirmi yıllık dönemde, yoğunlaşma oranı azalmış toplam aktifler içinde ilk 5 bankanın sektör payı, yaklaşık olarak 20 puan, ilk on bankanın payı ise 15 puan azalmıştır. İlk 10 banka arasındaki büyüklük farkları giderek azalmıştır. Örneğin 1999'da ilk beş bankanın sektör içinde toplam aktifleri %54'ten 99'da %46'ya, ilk 10 banka için ise %75'ten %68'e düşmüştür.

1980 sonrası bankacılık sektöründe gerçekleşen 3. Yapısal değişme, banka portföyündeki menkul kıymetlerin payındaki artış olayıdır. Bankaların menkul kıymetler stoku (özellikle kamu kesiminin finansmanındaki sorunlar nedeniyle) mutlak ve oransal olarak genişlemiştir. 1986'dan sonra özel kesim menkul kıymetlerinin bu pay içindeki oranı artmakla birlikte toplam içinde önemsiz bir paya sahiptir.

Bankaların toplam aktifleri içinde kredilerin payı, 1970'lerin ikinci yarısından itibaren sürekli bir düşüş içine girmiştir (1975'te %50, 1992'de %37, 1999'da %30). 1984 sonrası kambiyo rejimi serbestleşmesinin bir yansıması olarak bankaların döviz varlıkları mutlak ve oransal olarak artmıştır.

Bankacılık sektörünün 1980-90 döneminde karlılığında önemli ölçüde artışlar gerçekleşmiştir. Ancak 1999 yılında vergi sonrası 566 milyon dolar zarar gerçekleşmiştir (Zararın tamamına yakını Tasarruf Mevduat Fon'undaki bankalardan kaynaklanmıştır).

1999 yılına gelindiğinde Türk bankacılık sistemi diğer yıllarda olduğu gibi riskli bir ortamda faaliyetlerini sürdürmüşlerdir. Önceki yıllarda olduğu gibi Türk bankacılık sistemindeki bankalar 1999 yılında da yüksek riskli bir ortamda faaliyetlerini sürdürmüşlerdir. Risklerin en önemli nedeni kuşkusuz makro ekonomik dengesizliklerin ekonomik faaliyet ve ekonomik birimlerin davranışları üzerindeki olumsuz etkileri olmuştur. Yüksek kamu kesimi açığının neden olduğu dengesizliklerin en önemli yansıması olan enflasyonun zaten yüksek olan düzeyinin yeniden tırmanma eğilimine girmesine ve kamunun giderek artan kaynak talebine bağlı olarak yurt içi borçlanmada faiz oranları yükselmiş, yurtdışı borçlanma imkanları ise

sınırlı düzeyde kalmaya devam etmiştir. Ekonomik faaliyetin önemli ölçüde daralması özel sektör kredi talebinin düşmesine, aktif kalitesinin bozulmasına ve likidite gereksiniminin artmasına neden olmuştur. Uzunca bir süredir yaşanan kronik ve yüksek enflasyon ortamındaki davranışların mali bünye üzerindeki olumsuz etkileri yurtdışı borçlanma imkanlarının azalmaya başladığı 1998 yılının ikinci yarısından itibaren daha kolay görülmeye başlanmıştır. Mali sistem tarafından yaratılan kaynakların çok üzerindeki kamu borçlanma gereksiniminin karşılanmasındaki güçlükler nedeniyle reel faiz oranları yüzde 30'lara yükselmiştir. Bu durum kamu bankalarının görev zararlarının rekor düzeylere ulaşmasına, bankaların –özellikle mali durumu zayıflayan bankaların– nakit akımının ve dolayısıyla likiditesinin bozulmasına neden olmuştur.

Bankacılık sistemi 1998 yılının ikinci yarısından itibaren sürekli olarak Merkez Bankası'ndan yüksek miktarda ve maliyetle likidite sağlamak zorunda kalmıştır. Merkez Bankası'ndan sağlanan kaynaklar çok yüksek bir maliyetle de olsa kamu kesiminin kaynak ihtiyacının karşılanmasını sağlamış, ancak likidite gereksinimi içinde olan bankaların mali bünyelerindeki bozulma hızlanmıştır. Hükümetin bankaların mali bünyelerinin güçlendirilmesi amacı ile Bankalar Kanunu'nda değişiklikler getiren tasarısı siyasi gelişmeler ve erken genel seçim nedeniyle uzunca bir süre Meclis'te beklemiştir.

Makro ekonomideki dengesizlikler yanında, bankacılık sistemini doğrudan ve dolaylı olarak ilgilendiren mevzuatta sık aralıklarda ve birbirleriyle çelişen yönde yapılan düzenlemeler mali sistemin performansını, büyümesini ve mali bünyesini önemli ölçüde etkilemiştir. Ekonomik birimlerin mali araçlara olan talebi yüksek reel faiz oranlarına rağmen düşük kalmaya devam etmiştir. Ekonominin ihtiyacı dikkate alındığında mali sistem tarafından yaratılan kaynaklar hala çok sınırlıdır. Üstelik yaratılan finansal kaynakların önemli bir bölümü döviz cinsindedir, tamamına yakını ise çok kısa vadeli. Kaynaklar üzerindeki para-fiskal yükler yanında finansal araçların vergilendirilmesindeki farklılıklar ve vergilendirmede sık sık değişen kural/uygulamalar nedeniyle kaynakların bir bölümü beklendiği gibi bilanço dışına, sistem ve/veya yurtdışına çıkmaktadır. Bu durum bankacılık sisteminin büyüklüğünü, yönetimini ve denetimini olumsuz yönde etkilemektedir.

Öte yandan, uluslararası kabul görmüş temel bankacılık ilkelerine tam olarak uyulmaması, muhasebe uygulamalarındaki farklılıklar, bağımsız denetim uygulamalarında yaşanan sorunlar, uluslar arası muhasebe uygulamalarından sapmalar, şeffaflığın yeterince sağlanamamış olması ve denetim sonuçlarının etkinlikle karar sürecine geçirilememesi, eksik rekabet yanında zaman zaman yönetim kalitesinin iyileştirilmesindeki gecikmelerde yerli ve yabancı kamuoyunun bankacılık sistemi ile ilgili değerlendirmesini olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

Değerlendirmenin olumlu yöne çevrilebilmesi için yoğun bir çaba harcanmaktadır. Bu nedenle yapısal düzenlemeler yoluyla kamu kesiminde disiplinin sağlanması, kamu kesimi açığının daraltılması, özelleştirmenin hızlandırılması yoluyla enflasyonun düşürülmesini hedefleyen program bankacılık sistemi tarafından kuvvetle desteklenmektedir. Programda öngörülen hedeflerin gerçekleştirilmesi ekonomik istikrarın sağlanması açısından gerekli görülmektedir. Programın mali sisteme ilişkin içeriğinin kararlılıkla uygulaması halinde bankacılık sisteminde gözetim ve denetimde uluslar arası uygulamalara ve etkinliğe ulaşılacağı, kamu bankalarının mali durumlarındaki bozulmanın duracağı, bankaların mali durumlarının iyileşeceği beklenmektedir.

Düşük bir enflasyon düzeyinde ekonomik istikrarın sağlanması halinde ekonomik faaliyetin hızla genişleyeceği ve mali sistemin daha sağlıklı olarak büyüyeceği tahmin edilmektedir. Mali sektör ve bankalar tarafından sunulan hizmetlere olan talebin artması, mevzuat açısından uluslar arası büyüklüklere yaklaşmasını sağlayacağı beklenmektedir. Bu arada, özellikle para-fiskal yüklerin ve kurumlar vergisi oranlarının yeniden düzenlenmesi bankacılık sisteminin büyüme performansı açısından büyük önem taşımaktadır. Özellikle kredi stokundaki gelişme, repo işlem hacmi, bilanço dışı işlemler, off-shore bankacılık işlemleri ile bankaların yurtdışında şube açarak ve/veya banka kurarak yurtdışındaki faaliyetlerini arttırmaları bankacılık sisteminin faaliyetlerinin bilanço dışına ve yurtdışına doğru yönelmekte olduğunu göstermektedir⁷¹.

⁷¹ Önder ve diğerleri, a.g.e., s.138-142; <http://www.tbb.org.tr/asp/1999.asp>; Karluk, a.g.e., s.372.

4. FİNANSAL GELİŞME İNDEKSİ

Finansal gelişme göstergelerinin tanımlanmasını tartıştığımız bölümde üzerinde durduğumuz gibi finansal gelişmeyi tek bir göstergeyle simgelemek yerine, çeşitli göstergelerin bir bileşimini kullanmak daha doğru bir yaklaşımdır . Finansal gelişme göstergelerinin zaman içerisinde nasıl bileşik hale getirileceği hususu bu bölümde ele alınacaktır. Daha önce tartıştığımız finansal gelişme göstergelerini aşağıda fonksiyonel biçimde yazabiliriz .

$$FD = f(I1, I2, I3, \dots, I16, X) \quad (1)$$

Yukarıdaki fonksiyonel gösterimde ;

FD=Finansal gelişme indeksi

$$I1 = (L-M1)/GSYİH$$

$$I2 = (L-M1)/M1$$

$$I3 = (L-M1)/Nüfus$$

$$I4 = \text{Toplam nüfus} / \text{Vadesiz Mevduat} (D/DD)$$

$$I5 = L/GSYİH$$

$$I6 = L/M1$$

$$I7 = L/C$$

$$I8 = (L-M1)/C$$

$$I9 = M1/GSYİH$$

$$I10=L/Nüfus$$

$$I11=TA/GSYİH$$

$$I12=TA_{BD}/TA_{TB}$$

$$I13=(TA_{BD}+TA_{TB})/GSYİH$$

$$I14=(TA_{BD}+TA_{TB})/Nüfus$$

$$I15=Kişi başına gelir$$

X= Finansal gelişmeyi etkileyen diğer faktörler

Bu eşitliklerde FD finansal gelişmeyi , L en geniş tanımlı parayı , M1 dar tanımlı para stokunu , GSYİH gayri safi yurtiçi hasılayı, D toplam mevduat hacmini , DD vadesiz mevduatları , C dolaşımdaki nakit miktarını ,TA_{TB} ticari bankaların aktif toplamalarını, TA_{BD} banka dışı mali araçların aktif toplamını ifade etmektedir. Yukarıda verilen (1) nolu eşitlik lineer hale getirilerek ;

$$FD = a_0 + a_1 I_1 + a_2 I_2 + \dots + a_{15} I_{15} + e \quad (2)$$

yazılabilir. Yukarıda tanımlanan değişkenler dışında bu eşitlikte yer alan "e" terimi lineer formda yer alması gereken hata terimini , yani bizim modele dahil etmediğimiz ancak finansal gelişmeyi etkileyen diğer değişkenler (x) sonucu ortaya çıkan ölçüm hatalarını ifade etmektedir. FD değerleri direkt olarak gözlemlenebilen değişken niteliğinde olmadığı için (2)'nolu eşitliği basit bir regresyon eşitliği olarak tahmin etmek mümkün değildir. Dolayısıyla buradaki amacımız FD için uygun indeksin geliştirilmesidir. Bu amaçla izlenecek yöntem regresyon hesaplamalarında izlenen yöntemin tamamen tersidir. Bilindiği gibi regresyon eşitliğinin tahmininde $a_0, a_1, a_2, \dots, a_{15}$ katsayılarıyla ilgili değişkenlerin bağımlı ve bağımlı değişken olan FD'nin gözlemlenebilen değerleri kullanarak tahmin edilebilmektedir. Oysa biz burada $a_0, a_1, a_2, \dots, a_{15}$ katsayılarına ilişkin uygun değerleri bularak FD için bir tahmin elde etmeye çalışacağız.

Yukarıdaki amaca ulaşabilmek amacıyla izlenecek yöntem iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada FD ile finansal gelişme göstergeleri arasındaki fonksiyonel biçimin nasıl açıklanabileceğinin tespit edilmesinden oluşmaktadır. Bir diğer deyişle seçilen lineer formun bu amaç için uygun olup olmadığı araştırılmalıdır. Bu hususu araştırabilmek için kullanılacak istatistiki yöntem ise "temel bileşenlerin analizi" (principal components analysis) olarak adlandırılmaktadır. Finansal gelişme indeksinin oluşturulmasındaki ikinci aşamada ise $a_0, a_1, a_2, \dots, a_{15}$ katsayılarının alacağı değerler, bir başka deyişle değişkenlere verilecek ağırlıklar belirlenmektedir. Bu amaçla kullanılacak istatistiki yöntem ise "çoklu ayırma analizi" (discriminant analysis) olarak adlandırılan tekniktir.

4.1. Temel Bileşenler

Finansal gelişmişlik düzeyini araştıran bir çalışmada doğal olarak kullanılan değişkenlerin sayısı değil bu göstergelerde zaman içerisinde gözlenen değişimdir. Bir diğer deyişle önemli olan nokta, zaman içerisinde bir ülkenin finansal gelişmişlik düzeyinde gözlenen değişim bu amaçla kullanılan göstergelerin hangi bileşiminde en iyi ortaya konabileceğidir. İşte temel bileşenler analizi kendi aralarında en yüksek varyansa sahip olan göstergeleri doğrusal biçimle kombine ederek bize bu amaçla kullanılabilen bir araç sunmaktır.

Dolayısıyla göstergelerimize ilişkin bir lineer kombinasyon tüm göstergelerdeki değişkenliğin önemlice bir kısmını açıklama gücüne sahip olabiliyorsa, FD olarak ifade ettiğimiz bağımlı değişken ile ele alınan göstergeler arasındaki ilişkinin lineer olduğu sonucuna ulaşabiliriz. Bu amaçla 15 adet değişkene ilişkin ($k=15$) 20'şer adet gözlem ($N=20$)'den oluşan X matrisinin i 'nci temel bileşeni

$$Y(i) = X \cdot B(i) \quad (3)$$

şeklinde hesaplanabilir. Burada $B(i)$ vektörü k elemana sahip özdeğer vektörünü ifade etmektedir. Finansal gelişmeye ilişkin olarak kullandığımız göstergeler farklı birimlerden oluştuğu için yukarıdaki (2) nolu hesaplamaların yapılabilmesi için bu değerlerin sıfır ortalamaya ve birim varyansa sahip olacak şekilde standartlaştırılması

gerekmektedir. Bunun için kullanılabilir yöntem her gözlemin ortalama sapmasını belirleyerek bunu gözlem sayısı ile standart sapma çarpımını kare köküne bölmektir. Böylece tüm gözlemler karşılaştırılabilir hale gelmektedir. Gözlemlerin standartlaştırılması sonrasında hesaplanan birinci temel bileşen tüm göstergelerin kullanılması ile en büyük varyansa sahip olan lineer kombinasyonu gösterecektir. Hesaplama sonuçları aşağıda yer alan Tablo 12'de verilmektedir. Tabloda yer alan ikinci temel bileşen, ilk temel bileşenin dışarıda bırakılmasından sonra mevcut tüm lineer kombinasyonlar içerisinde en yüksek varyansa sahip olan lineer kombinasyonu göstermektedir. Diğer temel bileşenlerde benzer şekilde yorumlanabilir.

Tablo 12. Temel Bileşenler Analizi

<u>Bileşen No</u>	<u>Yüzde</u>
1	83,20
2	8,60
3	4,8
4	1,0
5	0,1
6-15	3,7

Tablo 12'den görülebileceği gibi ,kullandığımız 15 adet finansal gelişme göstergesindeki varyansın yaklaşık %83'ü birinci temel bileşen tarafından açıklanabilmektedir. Buda söz konusu göstergelere ait lineer kombinasyonun zaman içerisinde finansal yapıda gözlenen değişimleri açıklama gücünün oldukça yüksek olduğunun göstergesidir. Bu noktada temel bir soruya cevap bulabilmek mümkündür. Hatırlanacağı gibi bazı yazarlar ekonomik gelişmeye ilişkin bir gösterge niteliğinde olan kişi başına gelir değişkeninin aynı zamanda finansal gelişme göstergesi olarak kullanılabilirliğini öne sürmektedir. Temel bileşen analizi Türkiye açısından bu durumun söz konusu olup olmadığını test etmeye olanak tanımaktadır. Kişi başına gelir göstergesini dışarıda bırakarak diğer finansal gelişme göstergelerini kullanarak temel bileşen analizini tekrar gerçekleştirdiğimizde aşağıda yer alan Tablo 13'deki sonuçlar elde edilmektedir. Tabloya göre temel bileşenler geri kalan göstergelerdeki varyansın büyükçe bir bölümünü açıklamaya devam etmektedir. Dolayısıyla bu

gösterge kişi başına gelir değişkeninin finansal gelişmeyi simgelemek üzere tek başına kullanılmasının yeterli olamayacağını ifade etmektedir.

Tablo 13. Kişi Başına Gelir Hariç Temel Bileşenler Analizi

<u>Bileşen No</u>	<u>Yüzde</u>
1	92,1
2	5,3
3	1,2
4	0,2
5-14	2,2

4.2. Çoklu Ayırma Analizi

Bu bölümde (2)'nolu eşitlikte yer alan katsayılara eşit ağırlık verilmesi ile başlayarak, dönemler arasındaki farklılığı bazı faktörlerin açıklayıp açıklayamadığını araştıracağız. Eğer bu tür sonuçlar elde edersek her faktörün finansal gelişmeye eşit olarak etki ettiği şeklindeki varsayımın geçerli olmadığı ortaya çıkacaktır. Ancak daha başlangıçta belirtilmesi gereken nokta gerçekleştirilen çoklu ayırma analizinin dönemler arasında finansal gelişmişlik düzeyinde gözlenen değişimi hangi faktörden kaynaklılığını tespit etmek değildir. Burada amaç ele alınan 1980-1999 dönemini finansal gelişmişlik açısından sıralamaya tabi tutmak ve bunun zaman içerisindeki seyrini tespit edebilmektir. Bu amaçla ele alınan dönemi iki alt döneme ayırmak gerekmektedir. Bunlardan birincisi 1980-1986 dönemini kapsamakta , mali liberalizasyon önlemlerinin hayat geçirildiği 1987 yılı ise 1987-1999 dönemini kapsamaktadır. Burada , bir temel varsayım yaparak 1980-1986 birinci alt dönemdeki finansal gelişmişlik düzeyinin 1987-1999 ikinci alt dönemine göre daha düşük düzeyde olduğunu kabul edeceğiz. Türkiye'de finansal gelişme göstergelerinin seyrini incelediğimiz bölümden elde ettiğimiz sonuçlar göz önüne alındığında bu varsayımın yanltıcı olmadığını söylemek mümkündür. Bu varsayım ışığında her bir göstergenin iki ayrı dönemi birbirinden ayırt etmede yeterince güçlü olup olmadığını araştırarak daha sonra bu tespitlerden yararlanılarak incelenen dönemi en az gelişmişlikten başlayarak sıralamaya tabi tutacağız.

4.2.1. Ortalama Farklarının Testi

Daha önce değinildiği gibi öncelikle her bir finansal gelişme göstergesinin iki alt dönemi birbirinden ayırt etmede yeterince güçlü olup olmadığının belirlenmesi gerekmektedir. Bu amaçla ortalama farklarının sıfıra eşit olup olmadığını test etmek gerekmektedir. Bir diğer deyişle her iki alt dönemde ele alınan her bir finansal gelişme göstergesinin ortalamalarının eşit olduğu şeklindeki hipotezin test edilmesi gerekmektedir. Bu hipotezin reddedildiği finansal gelişme göstergeleri iki dönem arasında gelişmişlik düzeyini ayırt etme gücüne sahip göstergeler olarak değerlendirilebilir. Söz konusu hipotezi test etmek amacıyla kullanılacak test istatistiği aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanmaktadır:

$$\mu = \frac{\bar{X}_i^j - \bar{X}_i^k}{\sqrt{s_{ii}}} \left(\frac{1}{N_j} + \frac{1}{N_k} \right)^{1/2} \quad (4)$$

Bu eşitlikte \bar{X}_i^j i'inci göstergenin j'nci grupta (j =1,2 için) sahip olduğu ortalamayı, \bar{X}_i^k aynı göstergenin dönemin bitiminde sahip olduğu ortalamayı, s_{ii} kovaryans matrisindeki i'nci diagonal elemanın değerini, N_j j'nci gruptaki gözlem sayısını ve N_k dönemin tamamındaki gözlem sayısını ifade etmektedir. Yukarıdaki eşitliğe göre hesaplanan test istatistiğinin değeri ve hipotez testlerinin sonuçları Tablo 14'te sunulmaktadır.

Tablo 14. Ortalamaların Eşitlik Testi

Gösterge	M	Olasılık	Hipotez Testi Sonucu
I1 (L-M1/GSYİH)	4,52	0,23	RED
I2 (L-M1/M1)	8,13	0,06	“
I3 (L-M1/NUFUS)	5,41	0,11	“
I4 (D/DD)	3,28	0,35	“
I5 (L/GSYİH)	12,66	0,01	“
I6 (L/M1)	11,89	0,02	“
I7 (L/C)	10,00	0,05	“
I8 (L-M1/C)	2,84	0,40	“
I9 (M1/GSYİH)	3,66	0,38	“
I10 (L/NUFUS)	2,11	0,43	“
I11 (TA/GSYİH)	8,92	0,05	“
I12 (TA _{BD} / TA _{TB})	11,37	0,03	“
I13 (TA _{BD} +TA _{TB} /GSYİH)	9,81	0,04	“
I14 (TABD+TATB/NUFUS)	2,42	0,42	“
I15 (Kişi Başına Düşen Gelir)	0,18	0,98	Kabul

Tablo 14'e göre modele dahil edilen ve finansal gelişmişlik düzeyi üzerinde etkili oldukları kabul edilen değişkenlerin bir tanesi dışında (Kişi Başına Düşen Gelir) tamamının bu özelliği taşıdığı görülmektedir. Gerçekleştirilen hipotez testlerine göre kişi başına gelir değişkenininin 1980-1987 ve 1988-1999 dönemleri arasında var olduğu kabul edilen finansal gelişmişlik düzeyini etkileme açısından farklı olmadığı hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde kabul edilmektedir. Bu nedenle söz konusu değişken çalışmamızın daha sonraki bölümlerinde dışarıda bırakılacaktır. Kişi başına gelir dışında analize dahil edilen diğer tüm değişkenler için “ortalama farklarının eşit olduğu” şeklindeki sıfır hipotezi reddedilmekte ve “ortalama farklarının sıfırdan farklı olduğu” şeklindeki alternatif hipotez kabul edilmektedir. Buna göre kişi başına gelir dışındaki diğer tüm değişkenler 1980-1987 ve 1988-1999 dönemleri arasında mevcut

olan finansal gelişmişlik düzey farkının açıklamasında göz önüne alınması gereken değişkenlerdir. Hemen belirtmek gerekir ki bu değişkenlerden bazılarının ($L-M1/M1,L/GYİH$, $L/M1,TA/GSYİH$, $TA_{BD}+TA_{TB}$, $TA_{BD}+TA_{TB}/GSYİH$) katkıları oldukça yüksek iken bazılarının (D/DD , $L-M1/C$, $M1/GSYİH$, $L/NÜFUS$, $TA_{BD}+TA_{TB}/NÜFUS$) katkıları nispeten düşük düzeydedir. Genellikle geniş tanımlı finansal aktiflerinin GSYİH'ya oranı şeklinde ifade edilen değişkenlerin güçlü bir katkı sergilerken dar tanımlı finansal büyüklüklere ilişkin olanların ve kişi başına şeklinde tanımlanan göstergelerin katkılarının nispeten zayıf tespit edilmesi dikkat çekicidir.

Şu ana kadar yaptığımız analizlerde finansal yapının seyrinin değerlendirmemize olanak sağlayacak göstergeleri tespit etmiş bulunuyoruz. Bundan sonraki aşamada "Bu göstergeleri nasıl bütünleştirebiliriz?" sorusuna cevap arayacağız. Daha önceki testlerimizde bu bütünleştirmenin doğrusal olarak yapılabileceğini tespit etmiştik. Dolayısı ile aşağıdaki bölümde bu doğrusal bütünleştirme yapılırken yukarıda tespit edilen 14 adet göstergenin alacağı ağırlıkları belirlemeye çalışacağız.

4.2.2. Çoklu Ayırma Analizi

Çoklu ayırma (diskriminant) analizi, iki veya daha fazla sayıdaki grup için mevcut gözlemleri kullanarak, bu grupları birbirinden ayıracak en uygun doğrusal fonksiyonun oluşturulmasına olanak taşıyan bir istatistik yöntemidir. Bu yöntemle varyans analizi aracılığı ile, bizim örneğimizde ,iki dönemi birbirinden ayırmaya olanak tanıyacak daha önce tespit edilen 14 adet değişkenin en iyi şekilde nasıl doğrusal olarak bir araya getirilebileceği istatistik olarak belirlenmektedir. İki dönemi birbirinden ayırmaya olanak tanıyan en uygun diskriminant fonksiyonu her bir göstergeye ilişkin dönem ortalaması farklarının karesini ve varyanslarını maksimize eden bir fonksiyon niteliğindedir. Dönem ortalamaları arasındaki farklılık "Mahalanobis D^2 " olarak adlandırılan bir test istatistiği ile ölçülmektedir. Mahalanobis D^2 istatistiği ise aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$D^2 = (X_i - X_j) S^{-1} (X_i - X_j) \quad (5)$$

Bu eşitlikte X_i i'nci döneme ilişkin ortalamayı, S^{-1} ise kovaryans matrisinin tersini ifade etmektedir. Ayırma analizi dönem ortalamaları arasındaki varyansa en çok katkıyı yapan göstergelerin araştırılması ile başlamaktadır. Her aşamada bir değişken modele dahil edilerek, daha önce kullanılan değişkenlere göre dönemler arasındaki ayırma fonksiyonuna bir katkıda bulunup bulunmadığı araştırılmaktadır. Eğer D^2 değeri son olarak hesaplanan değere göre daha yüksek ise söz konusu göstergenin ayırma fonksiyonuna katkısını anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bu süreç D^2 değerinden artış gerçekleştirilemeyinceye kadar devam etmektedir. Ancak burada göstergelerin hangi sırada sürece dahil edileceği önem kazanmaktadır, zira elde edilen sonuçlar bu sıralamaya göre değişebilmektedir. Bu sorunu çözmek amacı ile kullanılan yöntem daha önce Tablo 3'de hesaplanan olasılıklardan yararlanılmasını önermektedir. Buna göre en küçük olasılık taşıyan (yani en güçlü katkıyı yapan) göstergeden başlayarak (Tablo 3'e göre bu oran L/GSYİH oranıdır) her bir gösterge sürece dahil edilerek D^2 değerinin belirlenmesi ve karşılaştırılması gerekmektedir.

Öte yandan her bir göstergenin diskriminant fonksiyonuna katkısını dışında o aşamaya kadar birleştirilen göstergelerin tümünün dönemler arasındaki ayırma açısından etkinliklerini de değerlendirmek gerekmektedir. Bu amaçla kullanılan test istatistiği "Hotelling's T^2 " olarak adlandırılmakta ve aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$T^2 = \frac{N_i \times N_j}{N_i + N_j} D^2 \quad (6)$$

Bu eşitlikte yer alan D^2 daha önce hesaplanan Mahalanobis D^2 istatistiğidir. Hesaplanan T^2 değerleri F dağılımına sahiptir.

Yukarıda sözü edilen D^2 ve T^2 test istatistikleri ile diskriminant fonksiyonuna o ana kadar dahil edilen göstergelerin iki dönem arasındaki ayırma katkılarına ilişkin F olasılıkları aşağıda yer alan Tablo 15'de verilmektedir.

Tablo 15. Göstergelerin Seçimi

<u>GÖSTERGE</u>	<u>D² (Kümülatif)</u>	<u>T²</u>	<u>OLASILIK</u>
I5(L/GSYİH)	6,13	29,42	1,00
I12(TA _{BD} +TA _{TB})	7,22	34,66	1,00
I13(TA _{BD} +TA _{TB} /GSYİH)	8,80	42,24	1,00
I1 (L-M1/GSYİH)	9,25	44,40	1,00
I4(D/DD)	9,87	47,38	1,00
I9(M1/GSYİH)	11,18	53,66	1,00
I12(L-M1/C)	11,44	54,91	1,00

Tablo 15'te verilen göstergelerin tespit edilmesinden sonra diskriminant fonksiyonunu hesaplamak mümkündür. Bu fonksiyonun hesaplanmasında her bir gösterge i ile simgelenmekte ve X_k^i vektörü ile ifade edilmektedir. İncelediğimiz 1980-1999 dönemini 1980-1987 ve 1988-1999 şeklinde iki alt döneme ayırdığımız için $k=1,2$ olacak ve Tablo 15'te tespit edilen değişkenler çerçevesinde X_k^i vektörünün boyutu 7×1 şeklinde olacaktır. Buna göre diskriminant fonksiyonu da aşağıdaki gibi hesaplanacaktır:

$$Z = \left(X_k^i - \frac{1}{2} \right) (\bar{X}_1 - \bar{X}_2) S^{-1} (\bar{X}_1 - \bar{X}_2) \quad (7)$$

Bu eşitlikte Z diskriminant fonksiyonunun değerini göstermektedir. Diskriminant fonksiyonuna dahil edilen göstergelerin katsayıları ise :

$$\alpha_i = S^{-1} (\bar{X}_1 - \bar{X}_2)$$

aracılığı ile, fonksiyonun sabit terimi ise

$$\alpha_0 = -\frac{1}{2} (\bar{X}_1 + \bar{X}_2) S^{-1} (\bar{X}_1 - \bar{X}_2)$$

eşitliği yardımı ile hesaplanmaktadır. Burada belirtilmesi gereken bir önemli nokta , yukarıdaki şekilde oluşturulan diskriminant fonksiyonu finansal açıdan en düşük

gelişme düzeyinin söz konusu olduğu yıla en büyük değeri verecek finansal gelişmişlik açısından, en yüksek yıla ise en düşük değeri verecektir. Bir diğer deyişle hesaplanacak Z değerleri finansal geri kalmışlık değerleri olarak yorumlanabilir. Bu açıklamalara göre dönemin tamamı için tahmin edilen diskriminant fonksiyonu aşağıda verilmektedir:

$$Z=6,32+0,98(I5)+0,24(I12)+1,77(I13)+0,18(I1)+0,01(I4)+1,63(I9)+ 0,84(I12)$$

Hesaplanan bu diskriminant fonksiyonu çerçevesinde her yıla ilişkin olarak elde edilen Z değerleri Tablo 16'da verilmektedir. Tablo en büyük Z değerinden en düşük Z değerine göre sıralandığı için tabloda yer alan yıllar sıralamasını incelenen dönemdeki en düşük finansal gelişmeden en yüksek finansal gelişmeye doğru yorumlamak gerekmektedir. Bir diğer deyişle tablodaki en yüksek Z değeri alan yıl incelenen dönemde finansal gelişme düzeyinin en düşük olduğu yılı, en düşük Z değeri ise incelenen dönemde finansal gelişme düzeyinin en yüksek olduğu yılı ifade etmektedir.

Tablo 16. Finansal Gelişmişlik Sıralaması

Sıra	Yıl	Diskriminant Fonksiyon Değeri
1	1983	16,41
2	1981	12,33
3	1980	11,28
4	1982	11,05
5	1994	10,73
6	1986	9,36
7	1984	8,27
8	1987	8,11
9	1985	8,01
10	1988	6,96
11	1992	5,25
12	1991	4,83
13	1993	4,46
14	1989	3,39
15	1990	2,61
16	1995	2,48
17	1997	1,77
18	1996	1,20
19	1999	0,44
20	1998	0,15

Tablo 16'ya göre finansal gelişmelerin en düşük olduğu yıl 1983, en yüksek olduğu yıl ise 1998 yılıdır. İzleme kolaylığı sağlamak açısından Tablo16'da verilen değerler

tersine çevrilerek (1/Z) başlangıç yılı olan 1980 baz kabul edilerek endekslenmiştir. Finansal gelişme endeksi olarak adlandırılan bu indekste zaman serisi anlamında gözlenen gelişmeler Tablo 17'de ve endeksin seyri Şekil 4'te verilmektedir.

Tablo 17. Finansal Gelişme İndeksi			
<u>YILLAR</u>	<u>Z</u>	<u>1/Z</u>	<u>FINANSAL GELİŞME İNDEKSİ</u>
1980	11,28	0,089	100
1981	12,33	0,081	91
1982	11,05	0,091	102
1983	16,41	0,061	69
1984	8,27	0,121	136
1985	8,01	0,125	140
1986	9,36	0,107	120
1987	8,11	0,123	138
1988	6,96	0,144	162
1989	3,39	0,295	331
1990	2,61	0,383	430
1991	4,83	0,207	233
1992	5,25	0,191	215
1993	4,46	0,224	252
1994	10,73	0,093	105
1995	2,48	0,403	453
1996	1,2	0,833	936
1997	1,77	0,565	635
1998	0,15	6.667	7491
1999	0,44	2.273	2554



Şekil:4. Finansal Gelişme İndeksinin Seyri

Türkiye’de finansal gelişme göstergelerinin izlediği seyri incelediğimiz bölümde tespit ettiğimiz sonuçlara uygun olarak özellikle 1987 sonrası dönemde gelişmenin hızlandığını görüyoruz. Ancak bu gelişme 1991 yılından itibaren, önce duraklama aşamasına girmiş daha sonra gerilemeye başlayarak 1994 yılında dip yapmıştır. Aslında söz konusu gösterge bir anlamda erken uyarı fonksiyonu üstlenerek 1994 yılında yaşanan finansal krizin bir anlamda sinyalini de vermektedir. Nitekim 1990 yılında 430 değerini alan finansal gelişme indeksi 1994 yılında 105’e inerek hemen hemen başlangıç düzeyine gerilemiştir. Geliştirilen indeks izleyen yıllarda hızlı bir artış eğilimine girerek 1998 yılında incelenen dönemdeki en yüksek değerini alarak zirve yapmıştır. Aynı durum 1983 yılı içinde geçerlidir. Bu tarihte yaşanan banka ve banker krizleri sonrası dönemde finansal gelişme indeksi istikrarlı bir artış eğilimi göstererek 1990 yılına kadar bu eğilimini sürdürmektedir. Bu iki tespit ışığında yaşanan finansal krizler sonrasında indeksin istikrarlı bir yükselme trendine girdiğini söylemek mümkündür. Bu durum büyük ölçüde yaşanan kriz sonrası sistemde gerçekleştirilen yasak düzenlemelerin ve bir ölçüde de sistemde etkinlikten uzak çalışan unsurların ayıklanmasından kaynaklanmaktadır.

5. FİNANSAL GELİŞME , KAMU AÇIKLARI VE ÖDEMELER DENGESİ İLİŞKİSİ

5.1. Nedensellik Testleri

Bir ekonomideki finansal gelişmişlik düzeyi , özel kesime bono ve tahsil satışı aracılığı ile kamu açıklarının finansmanında kamu otoritesinin gücünü arttırıyorsa , finansal gelişme indeksi ile hazine tarafından gerçekleştirilen tahvil ve bono satışları arasında pozitif bir ilişki beklemek gerekir. Öte yandan kamu kesiminin toplam finansal varlıklar içerisinde ağırlığı da bilindiğine göre kamu kesimi açıklarından finansal gelişmeye doğru bir ilişkide söz konusu olabilir. Bir diğer deyişle iki değişken arasında (finansal gelişme düzeyi ve kamu açıkları) çift yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunabilir. Dolayısı ile bu durumun test edilmesi gerekmektedir.

Kamu açıkları ile finansal gelişme arasında yukarıda ortaya koymaya çalıştığımız çift yönlü ilişki olasılığı , ödemeler dengesi açıkları ile finansal gelişme içinde söz konusudur. Bir ekonomide sermaye hareketleri üzerine konulmuş olan kısıtlamaların kaldırılması ile birlikte finansal sistemin dışa açıklık oranında bir artış beklenebilir. Dışa açık bir finansal yapı ise sistemin gelişme düzeyine olumlu yönde katkıda bulunacaktır. Bu durumda ülkede ödemeler dengesi açıklarının artması finansal gelişme düzeyine olumlu katkıda bulunacaktır. Bir diğer deyişle ödemeler dengesi açıklarından finansal gelişmeye doğru pozitif bir ilişkinin varlığı düşünülebilir. Öte yandan ülkedeki finansal gelişmişlik düzeyi arttıkça dış açıkların finansmanı daha kolay olacaktır. Buda finansal gelişme düzeyinden ödemeler dengesi açıklarına doğru pozitif bir bağlantının olabileceğini düşünmektedir. Görüldüğü gibi ödemeler dengesi ile finansal gelişme indeksi arasında da çift yönlü bir ilişki söz konusu olabilecektir. Dolayısı ile bu durumda test edilmesi gerekmektedir.

Uygulamada iki değişken arasındaki nedensellik bağının test edilebilmesi için alternatif yöntemler söz konusudur. Ancak bunlar arasında Grenger tipi nedensellik testi olarak adlandırılan yöntem en yoğun olarak kullanılan yöntemdir. Grenger tipi nedensellik testlerinde aşağıdaki eşitliklerin tahmini gerekmektedir:

$$Y_t = \mu_0 + \sum_{j=1}^n \varphi_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^m \lambda_j Y_{t-j} + \xi_t$$

$$Y_t = \mu_0 + \sum_{j=1}^m \lambda_j Y_{t-j} + \xi_t$$

$$X_t = \mu_0 + \sum_{j=1}^n \xi_j Y_{t-j} + \sum_{j=1}^m \rho_j X_{t-j} + \xi_t$$

$$X_t = \mu_0 + \sum_{j=1}^m \rho_j X_{t-j}$$

Yıllık bazda verilerin kullanılması nedeni ile maksimum gecikme üç yıl ile sınırlandırılmış ve uygun gecikme yapısı Alciake enformasyon kriteri ile her üç değişken içinde bir yıl olarak tespit edilmiştir. Tahmin sonuçları aşağıda yer alan Tablo 18'de verilemektedir.

Tablo 18. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

<u>Sıfır Hipotezi</u>	<u>F Testi</u>
Finansal gelişme kamu açıklarına neden olmamaktadır.	1.970
Kamu açıkları finansal gelişmeye engel olmamaktadır.	3.810 ⁽¹⁾
Finansal gelişme ödemeler dengesi açıklarına neden olmamaktadır.	0.112
<u>Ödemeler dengesi açıkları finansal gelişmeye neden olmamaktadır</u>	<u>2.564⁽²⁾</u>

(1), (2) işaretleri sırasıyla, %95 ve %90 anlamlılık düzeylerinde sıfır hipotezlerinin reddini gerektirmektedir.

Nedensellik testi sonuçlarına göre finansal gelişme ve kamu açıkları arasındaki ilişki kamu açıklarından finansal gelişmeye doğru çalışmakta, finansal gelişme kamu açıklarına neden olmamaktadır. Bu durum daha önce ortaya koymaya çalıştığımız teorik beklentilere uygundur. Kamu açıklarının finansmanında merkez bankası kaynaklarının dışına çıkılabilmesi ancak gelişmiş finansal piyasaların varlığı durumunda söz konusu olabileceği için finansal sistemin gelişmesini sağlayıcı düzenleme ve teşviklerin yoğunluğu bu sonucun ortaya çıkmasında önemli bir rol oynamaktadır. Benzer nitelikleri bir sonuç finansal gelişme ve ödemeler dengesi

açıkları arasındaki nedensellik ilişkisi içinde geçerlidir. Finansal gelişmenin ödemeler dengesi açıklarına neden olmadığı şeklindeki sıfır hipotezi geleneksel istatistiki anlamlılık düzeylerinde reddedilememektedir. Ancak ödemeler dengesi açıklarının finansal gelişmeye neden olmadığı şeklindeki sıfır hipotezi ise %90 anlamlılık düzeyinde reddedilmekte ve alternatif hipotezin kabulü gerekmektedir. Özellikle 1987'de uygulamaya konan liberalizasyon kararları çerçevesinde uluslararası sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırılması bu sonucun ortaya çıkmasındaki temel etkindir. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğunlaşması finansal alt yapıda da önemli gelişmelerin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

5.2. Modelin Tahmini

Birinci bölümde ele aldığımız ödemeler dengesine parasal yaklaşım modeli bu bölümde tahmin edilerek finansal gelişmişlik düzeyini kamu açıklarının finansmanındaki rolü ve dolayısı ile maliye ve para politikasının ödemeler dengesi üzerindeki etkileri araştırılabilir. Daha önce birinci bölümde elde ettiğimiz nihai form eşitliği izleme kolaylığı sağlamak açısından aşağıda tekrar yazacağız:

$$r_t \frac{dF_t}{MB_{t-1}} - d \log r_t = \alpha_0 + \alpha_1 d \log y_t - \alpha_2 (\pi_t - \pi_{t-1}) + \alpha_3 d \log P_f + \alpha_4 (DEFD_t / MB_{t-1}) + \{ \}$$

Bu eşitlikte r döviz kurunu, F merkez bankasının döviz rezervlerini, y reel GSYİH'yi, π enflasyon oranını, P_f yabancı fiyat endeksini (ABD), $DEFD$ tahvil ve bono satışı ile finanse edilen kamu kesimi bütçe açığını ifade etmektedir.

Bu eşitliğin tahmini sonucunda eğer α_4 katsayısı için negatif ve istatistiki olarak anlamlı bir katsayı bulursak birinci bölümde öne sürdüğümüz teorik yapı geçerli olacaktır. Bir diğer deyişle nedensellik testlerinin ortaya koyduğu gibi merkez bankasının yurtiçi varlıklarında gözlenen değişme ülkenin finansal gelişme düzeyine bağlı olduğu için kamu kesiminin izlediği maliye politikası parasal tabanı direkt olarak etkileyecektir. Dolayısı ile maliye ve para politikaları arasında daha doğru bir deyimle merkez bankasından borçlanılan miktar arasında sıkı bir bağlantı vardır. Buda bize toplam kamu açığının finansmanında merkez bankası kaynaklarının payının finansal

gelişmişlik düzeyine bağlı olduğunu gösterecektir. Eğer bu ilişki doğrulanabilirse kamu otoritesinin ödemeler dengesi üzerinde kontrol kurabilmesi (yani merkez bankasının uluslararası rezervlerini kullanabilmesi) için ülkede izlenecek para politikasının maliye politikasına göre düzenlenmesi gereği ortaya çıkacaktır. Finansal sistem geliştikçe bu ilişkinin gevşemesi beklenenecek ve para politikasının belirlenmesinde maliye politikasının taşıdığı önem azalacaktır. Böyle bir durumda da bulunacak katsayının negatif olması gerekmektedir. Yukarıdaki açıklamalarımıza göre ülkedeki finansal yapı ne kadar sığ ise ülkede izlenen para politikasının belirlenmesinde maliye politikası önemli bir rol üstlenirken , finansal sistemin gelişmişlik düzeyi yükseldikçe ve finansal sistem derinleştikçe para politikasını yürütülmesinde maliye politikasının taşıdığı önem azalacaktır.

Yukarıda verilen eşitliğin EKK yöntemi ile tahmin edilmesi sonucunda ortaya çıkan otokorelasyon sorununun çözümü gerekmiştir. Yıllık bazda veriler kullanıldığı için birinci dereceden otokorelasyon sorununun çözümü için kullanılan Cochrene-Orcutt düzeltme yöntemiyle eşitlik yeniden tahmin edilmiş , aşağıdaki sonuçlar tahmin edilmiştir.

Tablo 19. Ödemeler Dengesine Parasal Yaklaşım Eşitliği Tahmin Sonuçları		
<u>Parametre</u>	<u>Tahmin</u>	<u>T.Değeri</u>
α_0	-0,08	2.96**
α_1	0,67	3.21**
α_2	-0,88	2.65**
α_3	1,14	4.73**
α_4	-0,11	1,19
ρ	0,39	6.19*

$$\text{AdjR}^2 = 0,71$$

$$F=4,86$$

$$\text{D.W.} = 1,78$$

$$\text{SER} = 0,04$$

Not: *,** işaretleri ilgili katsayının sırası ile %5,%10 hata payı ile istatistiki olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tahmin sonuçlarının yer aldığı Tablo 19'da $AdjR^2$ serbestlik derecesine göre düzeltilmiş determinasyon katsayısının , F spesifikasyon test istatistiğini ,D.W Durbin-Watson otokorelasyon test istatistiğini ve nihayet SER regresyon denkleminin standart hatasını ifade etmektedir. Öte yandan tahmin edilen parametreler içerisinde yer alan ρ parametresi ise Cochrene-Orcutt otokorelasyon düzeltme yöntemine ilişkin AR(1) parametresini ifade etmektedir. Tablo 19'un incelenmesinde , tahmin sonuçlarının etkinliğini test etmeye dönük tüm istatistiki testlerden olumlu sonuçlar alındığı görülmektedir. F testi %95 anlamlılık düzeyinde tahmin edilen eşitliğin spesifikasyonunda bir hata olmadığını,D.W testi ise %95 anlamlılık düzeyinde tahmin sonuçlarının otokorelasyon sorunu içermediğini ortaya koymaktadır. Öte yandan elde edilen düşük SER değeri ve nispeten yüksek kabul edilebilecek $AdjR^2$ değeri de denklemin tahmin gücünün yüksek olduğunu ifade etmektedir. Dolayısı ile tahmin edilen eşitlik bir bütün olarak geleneksel anlamlılık düzeylerinde istatistiki olarak geçerlilik kazanmaktadır.

Çalışmamızda öne sürülen hipotez açısından kilit öneme sahip parametre α_4 parametresidir. Finansal gelişmenin yüksek olduğu ülkelerde bu katsayının negatif finansal gelişmenin henüz gerçekleştirilemediği ülkelerde bu katsayının pozitif işaretli olması beklenecektir. Elde ettiğimiz tahmin sonuçlarına göre katsayı negatif bir işarete sahiptir. Ancak istatistiki olarak geleneksel anlamlılık düzeylerinde sıfırdan farksızdır. Katsayının negatif işarete sahip olması gelişmiş bir finansal sisteme sahip olunması durumunda, merkez bankası kaynakları ile finanse edilen açığın oranı düştüğü için ödemeler dengesi uyum mekanizması bundan olumlu yönde etkilenmektedir. Buda ödemeler dengesine parasal yaklaşım kuramının temel hipotezi olan "kamu kesimi bütçe kısıtı modele dahil edildiğinde ödemeler dengesinin uyum süreci ülkedeki yapısal faktörlere (finansal gelişme düzeyi gibi) bağlı olacaktır." hipotezinin kabulünü gerektirmektedir. Ancak elde edilen katsayının işareti bu yorumu yapmamıza olanak tanınmasına karşın katsayı istatistiki olarak anlamlı değildir. Bu durum büyük ölçüde finansal gelişme indeksinin incelenen dönem içerisinde gösterdiği dalgalı seyirden kaynaklanmaktadır. Dolayısı ile bu etkinin büyüklüğünü doğru olarak tespit edebilmek mümkün olmamaktadır. Ancak elde edilen sonuç gelişmekte olan ülkelerin (yani finansal gelişmişlik düzeyi düşük olan ülkelerin) aksine Türkiye'de 1980-1999

döneminde maliye politikasının para politikası üzerindeki etkisini hafiflemiş olduğunu göstermektedir. Gerçekleştirilen nedensellik testlerinin sonuçları ile değerlendirildiğinde bu sonucun desteklendiğini söylemek mümkündür. Finansal gelişme indeksinin seyrini izlediğimiz bölümde Türkiye’de 1988-1999 dönemindeki finansal gelişmişlik düzeyinin 1980-1987 dönemine göre oldukça yüksek olduğu düşünülürse 1988-1999 döneminde maliye politikasının para politikasının yönü üzerindeki belirleyici etkisinin daha da azaldığını söyleyebiliriz.

SONUÇ

Ödemeler dengesine parasal yaklaşım kuramı, ödemeler dengesinin esas olarak parasal bir kavram olduğunu ve ödemeler dengesi uyumsuzluklarının parasal uyumsuzluklardan kaynaklandığını ileri sürmüştür. Kamu açıkları, kamu açıklarının finansman şekli ve ödemeler dengesi arasında bağıntı kurmuş olan parasal yaklaşım kuramı modeli içinde mali değişkenler yer almadığı için eleştirilere konu olmuştur. Bu yüzden bu çalışmada MBOP Modeli, kamu bütçe kısıtı altında oluşturulmuş ve modelin içine mali değişkenler eklenmiştir. Böylece, çalışmada finansal gelişmenin kamu açıklarının finansmanı üzerindeki etkisi ve kamu açıkları ile ödemeler dengesi arasındaki ilişkilerin araştırıldığı ekonometrik model elde edilmiştir.

Daha sonra finansal gelişme göstergelerinin seyri incelenmiş, finansal gelişme göstergelerinden oluşturulan finansal gelişmişlik indeksi ve birinci bölümde oluşturulan makro ekonomik model aracılığıyla finansal gelişme, kamu açıkları ve ödemeler dengesi arasındaki ilişkiler test edilmiştir. Finansal gelişme indeksinin oluşturulması için iki yol izlenmiştir. İlki, Temel Bileşenler analizi ve ikincisi de, Çoklu Ayırma Analizi'dir. Çalışmada göz önünde tutulan şey; finansal gelişme düzeyinin belirlenmesi için önemli olan gösterge sayısı değil onların zaman içinde gösterdiği değişimlerdir. Bu yüzden, ele alınan 1980-1999 dönemi finansal gelişmişlik düzeyi sıralanmış, bunların zaman içinde gösterdiği seyir incelenmiştir. Bu amaçla ele alınan dönem iki alt dönemde analiz edilmiştir. Bunlardan ilki, 1980-1986 dönemidir. Mali liberalizasyon önlemlerinin hayata geçirildiği 1987 yılından itibaren ikinci dönem olan 1987-1999 yıllarını kapsamaktadır. Burada temel bir varsayım yapılmış ve 1980-1986 birinci alt döneminin 1987-1999 ikinci alt dönemine göre finansal gelişmişlik açısından düşük olduğu kabul edilmiştir. Türkiye'de finansal gelişmenin izlendiği bölümde elde edilen sonuçlar göz önüne alındığında bu varsayımın yanıltıcı olmadığı görülmektedir. Burada, Türkiye ve finansal piyasaların gelişme gösterdiği ve özellikle 1987'den itibaren hızlandığı, (1991'de duraklama dönemine girmesi ve 1994'de dip

yapması dışında) görülmektedir. Ancak Türkiye ile gelişmiş OECD ülkeleri karşılaştırıldığında, Türkiye’de finansal derinleşme düzeyinin OECD ülkelerinin yaklaşık yarısı düzeyinde olduğu görülmektedir. Bunun yanında, Türkiye için finansal baskı göstergesi olan KKBG/M oranı, gelişmiş hatta gelişmekte olan OECD ülkeleri ile kıyaslandığında, bu oranın oldukça yüksek düzeyde olduğu görülmüştür.

Sonuçta, çalışmamızda öne sürülen hipotez açısından kilit öneme sahip olan α_4 parametresinin, elde ettiğimiz sonuçlara göre negatif işarete sahip olduğu, ancak, istatistiki olarak geleneksel anlamlılık düzeylerinde sıfırdan farksız olduğu bulunmuştur. Elde ettiğimiz tahmin sonuçlarına göre katsayının negatif bir işarete sahip olması, gelişmiş bir finansal sisteme sahip olunması durumunda, merkez bankası kaynakları ile finanse edilen açığın oranı düştüğü için, ödemeler dengesi uyum mekanizması bundan olumlu yönde etkilenmektedir. Bu da, ödemeler dengesine parasal yaklaşım temel hipotezi olan “kamu kesimi bütçe kısıtı modele dahil edildiğinde ödemeler dengesinin uyum süreci, ülkedeki yapısal faktörlere (finansal gelişme düzeyi gibi) bağlı olacaktır” hipotezin kabulünü gerektirmektedir. Ancak, elde edilen katsayının işareti bu yorumu yapmamıza olanak tanımamasına karşın, katsayı istatistiki olarak anlamlı değildir. Bu durum büyük ölçüde finansal gelişme indeksinin incelenen dönem içerisinde gösterdiği dalgalı seyirden kaynaklanmaktadır.

Dolayısıyla bu etkinin büyüklüğünü tespit edebilmek mümkün olmamaktadır. Ancak, elde edilen sonuç finansal gelişmişlik düzeyi düşük olan ülkelerin aksine, Türkiye’de 1980-1999 döneminde maliye politikasının para politikası üzerindeki etkisini hafifletmiş olduğunu göstermektedir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

Akçay, Belgin. "Mali Sistemde Faiz", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, (Nisan 1995).

Akçay, Belgin - Öğretmen, Eren. "Finansal Liberalizasyon ve Türkiye'de Mali Piyasalar", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, (Yıl:34, 1996).

Berthelemy, J.Claude - Varoudakis, Aristomene. "Models of Financial development and Growth," **Financial Development and Economic Growth** (London and New York:Routledge,1996).

Blejer, M.I.. "On Causality and the Monetary Approach to Balance of Payments: The Euorean Experience", (**European Economic Review**, Vol.12, July, 1979).

Civcir, İrfan. **An Econometric Approach To The Analysis Of The Monetary Sector And Balance Of Payments Problems İn Turkey** (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1996).

Connolly, M. and Taylor, D.. "Testing the Monetary Approach to Devaluation in Developing Countries", **Journal of Political Economy**, Vol:84, no.4, pt.1 (1976).

Demirgüç, Aslı - Levine, King and Ross. "The Financial system and Public Enterprise Reform," **Financial Development and Economic Growth** (London and New York: Routledge, 1996).

Eser, Kadir. "Finansal liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri", **Hazine Dergisi**, Sayı 1,(1996).

Fry, M.J. **Money, Interest and Banking in Economic Development** (The Johns Hopkins University Press, Baltimore,1988)

Furstenberg, George M. Von and Michele Fratianni. 'Indicators of Financial Development', **North American Journal of Economics and Finance**, 7(1) (1996).

Giovannini, A. – DeMole,E. "Impact of Inflation on Fiscal Policy in Developing Countries", **International Monetary Fund Staff Papers**, (10), (1992)

Gregoria, Jose De - Guidotti, Pablo E.. "Financial Development and Economic Growth", **World Development**, Vol23, No.3, (1995).

Günaydın, İhsan - Terzi, Harun. "Bütçe Açıklarının Yapısı ve Artışı Üzerine Bir İnceleme: 1980-95 Dönemi", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl: 34, (Mayıs 1997).

Johannes, J.M.. "Testing the Exogeneity Specification Underlying the Monetary Approach to Balance of Payments", **Review of Economics and Statistics**, Vol.63, No.1.

Johnson, Harry G.. "The Monetary Approach to The Balance of Payments" **Journal of International Economics**, Vol.7, (1977).

Karluk, Rıdvan **Türkiye Ekonomisi** (Eskişehir: Beta Yayınları, 1999)

Levine, Ross. "Growth: Views and Agenda", **Journal of Economic Literature**, vol.xxxv,(june 1997).

Magee, Stephen P.. "The Emprical Evidence on The Monetary Approach To The Balance Of Payments and Exchange Rates," **American Economic Association**, Vol.66, Sayı no. 4: (1976).

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

Milne, E.. "The Fiscal Approach to Balance of Payments", **International Monetary Fund**, DM/76/113, December, 1976.

Odedokun, Matthew O.. "Financial Indicators and Economic Efficiency In Developing Countries", **Financial Development and Economic Growth**, (London and New York:Routledge,1996).

Öçal, Tezer-Çolak, Ö. Faruk. **Finansal Sistemler ve Bankalar** (Ankara: Nobel Yayın Dağıtım Ltd. Şt., Kasım 1999).

Öksüz, Suat. **Türkiye'de Para ve Dış Denge**, (Eskişehir: E.İ.T.İ.A. Kütahya Yönetim Bilimleri Fakültesi Teksir Bürosu, 1980).

Önder, İzzettin ve diğerleri. **Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, Ekim 1993).

Rajan, Raughuram G.- Zingales, Luigi. "Financial Dependence and Growth" **The American Economic Review**, Vol:88, No.3(1998).

Rivera-Batiz. **International Finance And Open Economy Macroeconomics** (Second edition. Newyork: Macmillan Publishing Company, 1994).

Rovbini, B. - Martin, Sla-I. "Finacial Reform and Capital Flows in a Developing Economy", **International Monetary Fund Staff Papers**, (10), (1992)

Selen, Ufuk. "Finansal Serbestleşme ve Kamu Açıklarının Enflasyonist Etkisi", **Banka Ekonomik Yorumlar**, Yıl: 34, (Nisan 1997).

Shaw, Edward S.. *Financial Deepening in Economic Development* (London:Newyork Oxford University Press,1973).

Şahin, Hüseyin. **Türkiye Ekonomisi** (Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, Şubat 1997).

Şanlı, Bahar. "5 Nisan 1994 Ekonomik Önlemler Uygulama Planının Kamu Kesimi Açıklarına Yönelik Tedbirleri ve Sonuçları", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl:34, (Nisan 1997).

Şıklar, İlyas. "Gelişmekte olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar." Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,1991).

Toprak, Metin. **Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler- 1980-1995** (Ankara: Turhan Kitabevi, Eko. ve Sos. Araştırmalar Ya.No:1, 1996).

Turnosky, S. J.. "The Dynamics of Fiscal Policy in an Open Economy", **Journal of International Economics**, Vol.6, Mayıs, 1976.

Ziba, Farhadian. **The Government Deficit, The Balance Of Payments and The Role of The Financial Development** (Washington: George Washington University, 1990).

http://www.dpt.gov.tr/dpt_web/esq/esqx.html

<http://www.dpt.gov.tr/dptwep/teg/teg-ic.html>

<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-98>

<http://www.dpt.gov.tr/esk/2000/sunus2.ppt>

<http://ekutup.dpt.gov.tr/mpg/2000/08.pdf>

<http://www.tbb.org.tr/asp/1999.asp>

<http://www.tcmb.gov.tr>

TC. Maliye Bakanlığı. Yıllık Rapor 1999.

TCMB. Yıllık Rapor 1987.

TCMB. Yıllık Rapor 1993.

TCMB. Yıllık Rapor 1994

TCMB. Yıllık Rapor 1997

TCMB. Yıllık Rapor 1998.

TCMB Yıllık Rapor 1999