T.C
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT
ANABİLİM DALI

81689

PARA İKAMESİ VE FİNANSAL BOYUTLARI
(Teori ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme)

YÜKSEK LİSANS TEZİ

A. Asuman ERDEM

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

T 81689

Tez Danışmanı
Doç. Dr. İrfan CİVCİR

Ankara 1999

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT
ANABİLİM DALI

PARA İKAMESİ VE FİNANSAL BOYUTLARI
(Teori ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme)

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı: Doç. Dr. İrfan CİVCİR

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı	**İmzası**
Doç. Dr. ALPER GÜZEL	
Doç. Dr. FATİH ÖZATAY	
Doç. Dr. İRFAN CİVCİR	
.....	.....
.....	.....
.....	.....

Tez Sınavı Tarihi 27. 8. 1999

SUNUŞ

1970'li yıllardan itibaren dünya finansal piyasalarında başlayan serbestleşme (liberalleşme) hareketleri, 24 Ocak 1980 kararları ile Türkiye ekonomisine de yansımıştır. 1980 sonrası dönemlerde Türk Finansal Sisteminin gelişimini belirleyen temel süreçlerden biri olması nedeniyle para ikamesi sürecinin izlenmesi ve uygulanan makroekonomik politikalar çerçevesinde analiz edilmesi önem taşımaktadır.

Çalışmada, finansal serbesti (liberalizasyon) hareketlerinin para ikamesi ile nedensellik ilişkisi içinde değerlendirilmesi hedeflenmiştir. Bu amaçla öncelikle para ikamesi olgusuna kavramsal olarak yaklaşılmış, nedenleri ve sonuçları üzerinde durularak, konuyla ilgili çalışmalar incelenmiştir. Daha sonra konu, Türkiye boyutu ile ele alınarak öncelikle 1980 sonrası uygulanan iktisadi politikalar ve kurumsal düzenlemeler paralelinde para ikamesi olgusunun ortaya çıkışı ve nasıl bir değişim gösterdiği çeşitli makroekonomik değişkenlere ait sayısal verilerin analiz edilmesi ile ortaya konmuştur..

Çalışmanın tamamlanarak basılı tez haline gelmesinde başta tez danışmanımın ve Türkiye Kalkınma Bankası'ndaki çalışma arkadaşlarımın yardımsever ve anlayışlı tutumlarının yanısıra benim için önemi büyük özel katkıların da payını vurgulamak isterim. Bu anlamda öncelikle tez danışmanlığımı üstlenen Doç Dr. Sayın İrfan CİVCİR'e, çalışmamın her aşamasında yapıcı görüş ve

eleştirileriyle katkılarını esirgemeyen değerli arkadaşlarım Sayın Semra PEKKAYA ve sayın Gülin SANGU'ya, tezimin yazımındaki emeği yanısıra sabır ve özveri ile bana özel zaman ayırdığı için Sayın Özhan DEMİROK'a ayrıca anlayışlı tutum ve yardımları ile çalışmama her zaman destek olan eşim Savaş ERDEM'e içten teşekkürlerimi sunuyorum.

Tüm değerli katkı ve yapıcı eleştirilere rağmen ortaya çıkabilecek eksik ve hataların sorumluluğu tamamen bana aittir.

İÇİNDEKİLER

Sayfa no..

İÇ KAPAK

SUNUŞ I

İÇİNDEKİLER III

GİRİŞ VI

BÖLÜM 1

PARA İKAMESİ İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER VE YAPILAN ÇALIŞMALAR

1.1. KAVRAM OLARAK PARA İKAMESİ 1

1.2. PARA İKAMESİNİN NEDENLERİ 4

1.3. PARA İKAMESİ VE BAZI KAVRAMLAR 13

1.3.1. Para İkamesi ve Gelir Vergisi 14

1.3.2. Para İkamesi ve Aracılık Maliyetleri 15

1.3.3. Sermaye Akımları, Döviz Riski ve Para İkamesi 17

1.4. PARA İKAMESİNİN OLUMLU ETKİLERİ 19

1.5. PARA İKAMESİNİN OLUMSUZ ETKİLERİ 19

1.5.1.. Para Politikasına Etkisi 20

1.5.2.. Döviz Kuru Politikasına Etkisi 20

1.5.3. Maliye Politikasına Etkisi 21

1.5.4. Ödemeler Dengesine Etkisi 21

1.5.5. Geri Dönülemez Olma "Hystereses" Etkisi 22

1.5.6. Paranın Dolaşım Hızına Etkisi 23

1.5.7. Gelir Dağılımına Etkisi 24

1.5.8. Kredilere Etkisi 24

1.5.9. Üretim ve Üretkenliğe Etkisi 25

1.5.10 Likidite ve Dağıtım Etkisi 26

1.6. PARA İKAMESİNİN ÖLÇÜLMESİ VE KARŞILAŞILAN SORUNLAR 27

1.7. PARA İKAMESİ İLE İLGİLİ ÇALIŞMALAR 30

1.7.1. Genel Bakış 30

1.7.2. Latin Amerika Ülkelerindeki Para İkamesine Yaklaşımlar 38

1.7.3. Enflasyonist Finansmanla İlgili Para İkamesi Çalışmalar 40

1.8. POLİTİKA UYGULAMALARI VE PARA İKAMESİ 41

BÖLÜM II

TÜRKİYEDE 1980 DÖNÜŞÜMÜ VE FİNANSAL SİSTEM VE PARA İKAMESİ

2.1. FİNANSAL SERBESTİ KAVRAMI 43

2.2. TÜRKİYEDE 1980 DÖNÜŞÜMÜ, FİNANSAL SERBESTLEŞME VE PARA İKAMESİ 45

2.3. REEL FAİZ POLİTİKASI-TÜRK LİRASI VE DÖVİZ BAZINDA GETİRİ İLİŞKİLERİ 51

2.4. TÜRKİYEDE PARA İKAMESİNİN FİNANSAL GÖSTERGELERİ 55

2.5. 1990 SONRASI FARKLI DAVRANIŞ KALIPLARI VE PARA İKAMESİ 64

2..5.1. Ticari Bankacılık Kesimi ve Para İkamesi 64

2.5.2. Hane Halkı ve Para İkamesi 70

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME 75

EK TABLOLAR 87

ÖZET 103

ABSTRACT 107

KAYNAKÇA 110

GİRİŞ

1970'li yıllardan itibaren iktisat literatürüne yerleşen ve genel olarak yabancı para ya da para benzeri varlıkların ulusal paranın temel fonksiyonlarını üstlenmesi şeklinde tanımlanabilen "para ikamesi" olgusu aynı yıllarda dünya finansal piyasalarında başlayan liberalizasyon (serbestleşme) hareketleri ile paralellik göstermektedir.

Gelişmiş finansal piyasalara sahip ve dünya piyasaları ile bütünleşmiş ülkelerde para ikamesi olgusu genellikle sözkonusu ülkelerin portföy düzenlemelerinin bir parçası ve uluslararası ticari işlemlerde ortaya çıkan değişim maliyetlerini düşürme çabası olarak değerlendirilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise finansal piyasaların yeterince gelişmemiş olması ve ekonomik istikrarsızlık nedeniyle para ikamesi, yabancı paraların ulusal para yerine tercih edilmesi ve daha ileri aşamada değer saklama fonksiyonu yanısıra ulusal paranın muamele ve değer ölçme birimi olma fonksiyonlarını da üstlenmesi olarak ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerde para ikamesi, ulusal paradan kaçışı ve ulusal paraya olan güvensizliği, bunun yerine daha değerli olan ve/veya olması beklenen yabancı paraların ekonomik faaliyetlerde öncelik taşımasını ifade etmektedir.

Türkiye'de 24 Ocak 1980 kararları ile başlayan Finansal Reform Süreci dışa açık ve piyasa ekonomisine dayalı serbestleşme programının bir parçası olarak başlamıştır.1980 sonrası dönemde Türk Finansal Sistemi'nin gelişimini belirleyen

temel süreçlerden biri de para ikamesi sürecidir. Gelişmekte olan bir ülke konumundaki Türkiye'de finansal yapının kademe kademe serbestleşmesine paralel olarak para ikamesinin arttığı, 1990 sonrası dönemde Türk Lirası cinsinden finansal araçlar dövize oranla daha fazla reel getiri sağlamasına rağmen belli bir döviz talebinin düşürülemediği gözlenmektedir.

Çalışmanın temel amaçlarından biri Türk Finansal Sistemi'nde 1980 yılından itibaren süregelen serbestleşme hareketleri paralelinde para ikamesi olgusunun değerlendirilmesi ve yorumlanmasıdır. Bu durumda, yaşanan tecrübelerin ışığı altında gelecekte yaşanması muhtemel gelişmeleri daha önceden tahmin etmek veya benzer gelişmeler karşısında fikir geliştirmek ve önlem almak daha kolay olacaktır. Dolayısıyla çalışmanın bir diğer amacı da Türk Finansal Sistemi'nin içinde para ikamesi olgusu ile ilgili olarak geleceğe ilişkin değerlendirme yapmak isteyenlere ışık tutmaktır.

Çalışma iki ana bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde kavram olarak para ikamesi üzerinde durulmuş, para ikamesinin nedenleri ve etkileri tartışılarak literatürde para ikamesine yönelik yapılan çalışmalarla ilgili bilgi aktarılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye'de 24 Ocak 1980 Kararları ile başlayan Finansal Reform Sürecinin finansal piyasalara yansımaları para ikamesi olgusu ile birlikte irdelenmiştir. Türk Lirası ve döviz talebinin 1980 sonrasında politikalarla nasıl bir gelişim izlediği, sözkonusu gelişimin nedenleri, para ikamesi açısından önem taşıdığı düşünülen sayısal göstergelerle ortaya konmuştur.

BÖLÜM I

PARA İKAMESİ İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER VE YAPILAN ÇALIŞMALAR

1.1. KAVRAM OLARAK PARA İKAMESİ

Paranın bir araç olarak temel fonksiyonları değer saklama, muamele aracı ve değer ölçme birimi olmasıdır. Ulusal paranın çeşitli nedenlerle söz konusu fonksiyonlardan bir kısmını ya da tamamını yitirmesi durumunda yabancı bir para ya da para benzeri varlıkların ulusal para yerine tercih edilme olgusu "para ikamesi" olarak tanımlanabilmektedir.

Gresham Yasası olarak iktisat literatüründe yer alan ve "kötü para iyi parayı kovar" şeklinde ifade edilen kural, ülkelerin ulusal paralarının kıymetli madenlere bağlı olduğu dönemlerde geçerli bir gözlem olarak kalmıştır. Çünkü bu ortamlarda ulusal paraların birbiri cinsinden değişim oranları otoritelerce sabit tutulduğundan kişiler açısından arbitraj yapma olanağı doğabilmekteydi. Örneğin belli bir madenin arzında meydana gelen bir artış kişilerin ellerinde bulunan bu madeni sabit bir kurdan daha kıymetli bir diğer madene çevirmelerine ve dolaşımda bulunan daha az kıymetli madenin miktarının azalmasına neden olabilmekteydi. Oysa bugünkü ekonomik düzende tersi bir durum gözlenebilmektedir. "Thier Yasası" olarak bilinen bu gözleme göre kişiler çeşitli nedenlerle ulusal paraların değer kaybına uğrayacağını ya da daha açık bir ifade ile ulusal para cinsinden satın alma güçlerinin azalacağını beklediklerinde ellerindeki ulusal parayı yabancı para ve/veya benzeri varlıklarla

değiştirme yoluna gitmektedir. Dolayısıyla dolaşımdaki iyi para miktarı artarken kötü para miktarı azalabilmektedir. Bu noktada akla gelen ilk soru ulusal paranın satın alma gücünün neden ve ne zaman azalma göstereceği bir diğer soru ise yabancı paranın ulusal para yerine tercih edilmesinin ulusal paranın hangi fonksiyonunu yitirmesi nedeniyle ortaya çıktığı ve bu fonksiyonunu neden yitirdiğidir. Bu sorulara verilecek yanıtlar ise ülke ekonomilerinin gelişmişlik düzeyi ile ilişkili olarak farklılıklar içerebilir. Dolayısıyla yukarıda çok genel olarak tanımlanan para ikamesi olgusu gerek tanımı gerekse nedenleri itibariyle üzerinde titizlikle durulması gereken bir konudur.

Para ikamesi ile ilgili dikkate alınabilir literatür 1970'li yılların başlarında oluşmaya başlamıştır. Bunun en önemli nedeni 1970'lerin para ve finans piyasalarında liberalleşme (serbestleşme) akımlarının başladığı ve sadece ulusal paraların değil yabancı paraların da değer saklama, muamele ve değer ölçme birimi olarak kullanımının yaygınlaştığı yıllar olmasıdır. Ancak sözkonusu yabancı paralar gelişmiş ülkelerin değerli paralarıdır. Gelişmiş mali piyasalara sahip ve dünya piyasaları ile entegrasyon sağlayan gelişmiş ülkelerde para ikamesi olgusu sözkonusu ülkelerin portföy düzenlemelerinin bir parçası ve uluslararası ticari işlemlerdeki değişim maliyetlerini[1] minimize etme çabası olarak değerlendirilmiştir. Literatürde gelişmiş ülkelerle ilgili para ikamesi çalışmalarının çoğu sözkonusu olgudaki temel belirleyici unsuru farklı paraların getirisini ifade eden faiz oranları olarak ele almıştır. Dolayısıyla bir yabancı para, ulusal para yerine tercih ediliyorsa çok genel bir yaklaşımla ulusal paranın değer saklama fonksiyonu azalmıştır, çünkü getiri oranı

[1] Değişim Maliyeti (Transaction cost): Ulusal paranın yabancı para ile değiştirilmesi sırasında ortaya çıkan maliyet

göreli olarak daha düşüktür. Sözkonusu yaklaşımla para ikamesi olgusunu açıklayan "portföy dengesi modelleri" oluşturulmuştur. Gelişmiş ülkelerin aksine gelişmekte olan ülkelerde ise durum çok daha farklı gelişebilmektedir.

Serbestleşme akımlarının başladığı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelerde gözlenen para ikamesi olgusunun temelinde yabancı paranın sadece değer saklama amacıyla talebi sözkonusu olmamıştır. Bu tür ülkelerde yabancı paranın değer saklama amacı dışında muamele ve değer ölçme amacıyla da kullanımının yaygın olarak gözlenmesi para ikamesi tanım ve ölçümlerinin değişmesine, açıklayıcı faktörler olarak ülke paralarının getiri oranı yanısıra döviz kuru[2], devalüasyon oranı[3], siyasi istikrarsızlık gibi unsurların da dikkate alınmasına yol açmıştır.

Literatür incelendiğinde para ikamesi ile ilgili tek bir tanım bulmanın olanaksızlığı yukarıda açıklanan nedenlerledir. Gerek tanımı gerekse nedenlerinin karıştırıldığı diğer olgular - sermaye kaçışı gibi -[4] itibariyle para ikamesi olgusu üzerinde titizlikle durulması gereken bir konudur.

Bazı araştırmacılar para ikamesini farklı para birimlerinin bir değişim aracı olarak yer değiştirmesi şeklinde tanımlarken Calvo & Vegh gibi bazı araştırmacılar para ikamesini ulusal paranın yabancı paralarla bir varlık (asset) anlamında yer

---

[2] Döviz kuru: 1 birim yabancı paranın ulusal para cinsinden değeri

[3] Devalüasyon oranı: 1 birim yabancı para karşılığında elde edilecek ulusal para miktarının ne kadar arttığını ve/veya ulusal paranın yabancı para karşısındaki değer kaybını gösteren oran

[4] Sermaye kaçışı en genel anlamıyla ulusal para karşılığında elde edilen yabancı paraların veya ülke dışından spekülatif amaçla ülkeye sokulmuş olan yabancı paraların ülkenin riskli hale gelmesiyle ülke dışına çıkarılmasını ifade eder.

değiştirmesi olarak ifade etmişlerdir. Para ikamesini ekonomik koşullar sonucu oluşan ulusal ve yabancı para elde bulundurmanın göreli maliyetleri çerçevesinde ulusal ve yabancı paralara olan talebin değişme olgusu olarak tanımlayan yaklaşımlar da mevcuttur. (Miles, 1978), (Rogers, 1993).

Para ikamesi olgusunun tanımlanmasında doğrudan ve dolaylı para ikamesi ayırımı da önemlidir. Doğrudan para ikamesi, kişi veya kurumların portföylerinde tuttukları ve faiz getirisi olmayan ulusal ve yabancı paraları risk - getiri kriterine göre ikame etmelerinden kaynaklanan durumu ifade etmektedir. Dolaylı para ikamesi ise ulusal ve yabancı para ve/veya para cinsinden finansal varlıkların ulusal ve yabancı paraların gelecekte beklenen devalüasyon oranları dikkate alınarak oluşacak getiri oranları çerçevesinde birbirleriyle ikame edilmesinden kaynaklanan durumu göstermektedir. Doğrudan para ikamesi para talebinin daha likit olan kısmı ile ilişkilidir. Çünkü ulusal paranın daha çok muamele amacıyla talep edilen kısmını ilgilendiren para ikamesi genellikle âcil ihtiyaçlardan kaynaklanan para talebini karşılamaya yöneliktir. Ancak ulusal paranın değer saklama fonksiyonunu yitirdiği ekonomilerde doğrudan para ikamesi ulusal paranın likit olmayan talebindeki düşüşleri ihtiva etmektedir.

1.2. PARA İKAMESİNİN NEDENLERİ

Literatürde para ikamesi ile ilgili tanımlamalardaki karışıklık gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde para ikamesinin farklı neden ve amaçlarla ortaya çıkışından kaynaklanmaktadır.

1970'lerden itibaren finansal piyasaların uluslararasılaşması ve bütünleşmesine ilaveten ulusal para talebindeki istikrarsızlıklara da bağlı olarak gelişmiş ülkelerde de ortaya çıkan ulusal para yerine yabancı para ikame edilmesi durumu şüphesiz ki gelişmekte olan ülkeler açısından daha da büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle literatürdeki çalışmaların büyük bir kısmı gelişmekte olan ülkelerle ilgilidir. Gelişmekte olan ülkeler sözkonusu finansal serbesti hareketlerine yüksek enflasyon, gelişmemiş mali piyasalar, belirsizlik ortamı ve kamu kesimi borçlanma gereği gibi nedenlerle kolayca uyum sağlayamamıştır. Bu ortam içinde ulusal paranın değer saklama fonksiyonuna ilâveten muamele ve değer ölçme fonksiyonlarını da yitirmesine bağlı olarak yabancı para talebi artmış ve ulusal paradan kaçış hızlanmıştır. Özellikle 1980'li yıllarda dünya ekonomisindeki globalleşme süreci ivme kazanarak uluslararası sermaye akımlarının ticari hareketlerin önüne geçmesi ile gelişmekte olan ülkeler açıklarını uluslararası piyasalardan temin ettikleri fonlarla kapatmak yoluna gitmişlerdir. Bu fonlar ise genellikle kısa vadeli sermaye biçiminde ülkelere girmiştir. Bir ülkeye yabancı sermaye gelmesi sadece faiz oranına değil, aynı zamanda kur beklentisine de bağlıdır. Örneğin Latin Amerika ülkelerinin çoğunda yabancı sermaye girişleri "faiz - kur" arbitrajı yaratılması nedeniyle ulusal paranın reel olarak aşırı değerlenmesi sonucunu doğurmuştur. Gelişmekte olan ülkelerdeki deneyimler sonuçları itibariyle bu ülkelere giren yabancı sermayenin kısa vadeli ve spekülatif amaçlı olduğunu göstermektedir. İthalatın, yurtiçi tüketimin ve cari açıkların finansmanında kullanılan spekülatif sermaye girişlerinin devam etmesi, yurtiçi faiz oranlarının döviz kuru artışı üzerinde getiri sağlamasına bağlıdır. Sözkonusu ülke ekonomilerinde oluşan bu durum, yoğun sıcak para girişi, yerli paradan uzaklaşma (dolarizasyon)

eğilimi, ithalat artışı ve buna bağlı ticaret açıklarının büyümesi, toplam talep artışı ve aşırı tüketim, finans piyasalarının tekelleşme eğiliminin artması ve buna bağlı olarak kaynak israfı, gelir dağılımının bozulması, işsizliğin artması, yatırımların azalması ve üretimin düşmesi yönünde gelişmelere neden olmuştur. Alınan önlemler ile genelde kısa vadeli iyileşmeler sağlanmış ancak yatırım ve üretime kanalize edilmeyen yabancı kaynaklar spekülatif amaçla kullanıldıktan sonra tekrar ülke dışına kaçarak çıktıkları ülkede zaten bozuk olan dengelerin daha da bozulmasına ve finansal krizlere neden olmuştur. Bu tür gelişmeler gelişmekte olan ülkelerde ulusal paradan kaçış sürecini daha da hızlandırmıştır. Gelişmekte olan ülke ekonomileriyle ilgili çalışmalar para ikamesinin gelişmemiş finansal piyasalar ve yüksek enflasyonla çok sıkı bağlantılı olduğunu göstermektedir. Para ikamesinin etkide bulunduğu alanlar para, maliye, döviz politikaları ile kamu finansmanı, kredi piyasaları, toplumsal refah ve gelir dağılımıdır. Gelişmekte olan ülkeler de zaten iyi işlemeyen bu unsurlar para ikamesinin etkisi ile daha çok zafiyete uğramaktadır. Çünkü para ikamesi gelişmekte olan ülkelerde genellikle bir kez başladıktan sonra geri çevrilmesi zor bir sürece dönüşmekte, beklentilerin olumsuz seyretmesi ile kronikleşerek zaman içinde alışkanlık haline gelebilmektedir. Sürecin tersine dönebilmesi için uygulanan iktisat politikalarına güvenin tam olması ve sözkonusu politikaların etkilerinin görülebilmesi gereklidir. Ulusal paraya olan güvensizliğin ortadan kalkabilmesi ekonomide istikrar ve güven ortamının oluşturulmasına bağlıdır.

Gelişmiş ülkelerdeki para ikamesi olgusu daha ziyade portföy seçim süreci içinde değerlendirilmekte ve bu durumda çeşitli paralar arasındaki beklenen risk ve

getiri unsurlarındaki değişikliklere göre ulusal ya da yabancı para bulundurmanın koşulları açıklanmaya çalışılmaktadır. Yabancı parayı elde tutuma kararı verilirken muamele amaçlı para talebinin dikkate alınması gelişmekte olan ülkeler açısından anlamlı olmakta ve bu durumda "dolarizasyon"[5] kavramı gündeme gelmektedir.

Para ikamesi kavramı yabancı paraya olan talepten bağımsız olarak düşünülemez. Yabancı bir paraya olan talep ise özellikle dört nedenden kaynaklanabilir. Bu nedenler dış ticaret muameleleri (1), yurtiçi muameleler (2) kişisel servetin artması için portföy çeşitliliği (3), enflasyon vergisi ve devletin el koyma durumundan kurtulma amacıyla ulusal paradan kaçıştır. (4)

(1) ve (3) No.lu unsurlar istikrarlı ekonomilere sahip gelişmiş ülkelerdeki yabancı para talebini açıklayabilir. Bunlardan dış ticaret muamelelerinde yabancı paranın kullanımı gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerdeki yabancı para talebinin bir kısmının açıklanmasında makul bir neden olarak kabul edilebilir. Üretim bandındaki birden çok girdiyi yabancı para ile satın almak sözkonusu olduğunda muamele amaçlı yabancı para talebi firmalara gelecekle ilgili tahminlerde, ödemelerde ve değişim maliyetlerini minimize etmede yardımcı olabilir.

Gelişmekte olan ve istikrarsız ekonomilere sahip ülkelerde ise yabancı paraya kayışı daha ziyade (2) ve (4) No.lu unsurlarla açıklamak mümkündür. Ülkenin gelişmişlik düzeyi bir yana bırakılacak olursa para ikamesi olgusunu daha iyi

[5] Ulusal paranın tüm fonksiyonlarının dolar tarafından üstlenildiği ve ülkedeki her tür parasal ve finansal işlemin dolara endekslendiği bir durumu ifade etmektedir. Para ikamesinin ileri aşaması olarak da kullanılmaktadır.

açıklayabilmek için (1) ve (3) No.lu unsurları da ihmal etmeksizin özellikle (2) ve (4) No.lu unsurlar üzerinde yoğunlaşmak daha anlamlı olmaktadır. Sözkonusu unsurlar yabancı paranın muamele ve değer saklama amacıyla talep edilmesi ile yakından ilişkili görülmektedir. Bu noktada açıklanması gereken bir husus da para ikamesi ile sermaye kaçışı arasındaki farkın ortaya konmasıdır. Çünkü yabancı paranın değer saklama amacıyla talep edilmesi para ikamesinin açıklanmasında önemli bir faktör olarak ele alındığında yabancı paranın yurtdışı bankacılık sistemi içinde mevduat veya kasalarda tutulması da gündeme gelebilmektedir. Oysa böyle bir hareket tamamen sermaye kaçışı anlamına gelmekte ve para ikamesinin daha geniş anlamda tanımı içinde yer almaktadır. Vurgulanması gereken, para ikamesi ile sermaye kaçışı olgularının bir noktadan sonra ayrıştırılarak tanımlanabileceği, sermaye kaçışının para ikamesinin daha geniş bir tanımı içinde değerlendirilebileceğidir. Sermaye kaçışı durumunda ulusal paradan kaçış ve yabancı paraya yönelme sözkonusu olmakla birlikte, yabancı paranın ülke içinde tutulmasının riskli hale geldiği anlaşılmaktadır.

Para ikamesi olgusuna analitik bir bakış açısı ile yaklaşıldığında ilk akla gelen kavram para talebi olmaktadır. Para talebi gelir ve servet gibi ölçek değişkenlerine ilaveten parayı elde tutmanın alternatiflere oranla göreli getirisine de bağlıdır. Kapalı bir ekonomide ulusal para talebi açısından bu alternatifler bono, tasarruf hesabı, dayanıklı tüketim malları, gayrimenkul gibi finansal araçlardır. Şayet bu alternatiflerin getirisi daha fazla ise ulusal paraya olan talep azalır. Açık bir ekonomide alternatif yatırımlar yabancı finansal araçları da kapsar. Yabancı finansal araçlar yabancı paralar ile diğer likit yabancı varlıkları içerir. Gelişmekte olan

ekonomilerde yurtiçi finansal varlıklar yeterince çeşitli olmadığından yurtiçi portföyün en önemli kalemini yabancı paralar oluşturmaktadır. Dolayısıyla yabancı paranın ulusal para yerine ikame edilmesi daha yaygındır. Bu durumda ikamenin belirleyici unsuru ulusal paranın devalüe olacağı beklentisidir. Şayet ulusal paranın devalüasyon beklentisi varsa ulusal para ve ulusal para cinsinden finansal varlıklara olan talebin azalması, yabancı para ve yabancı para cinsinden finansal varlıklara olan talebin artması beklenir. Enflasyonist bir ortamda ulusal paranın devalüasyon beklentisi normaldir. Çünkü uluslararası rekabetin devam edebilmesi açısından ulusal paranın yurtiçi ve yurtdışı enflasyon oranları arasındaki fark kadar devalüe edilmesi gerekir. Bu gereklilik dış dengenin sağlanması için de şarttır. Böyle bir durumda elde yabancı para bulundurmanın göreli kârlılığı artmakta, kişiler ellerinde bulunan ulusal parayı yabancı para ile değiştirme yoluna gitmektedir. Şayet yurtiçi sermaye piyasasında devlet müdahalesi varsa ve bu müdahaleler sonucunda ulusal para cinsinden varlıkların getirisi yabancı paranın değerlenmesinin altında bir orana karşılık geliyorsa yabancı para oldukça likit bir hal alarak ulusal parayı kısmen veya tamamen ikame eder duruma geçebilir.

Yüksek ve devamlı enflasyona sahip bir ülkede göreli satın alma gücü paritesinin[6] devamını sağlayacak bir döviz kuru politikası beklenir. Bunun anlamı ulusal paranın yurtiçi ve yabancı enflasyon oranları arasındaki fark kadar devalüe edilmesidir. Bu tür bir politika fiyatlardaki geçmiş değişikliği içermektedir. Geleneksel Crowling - peg[7] kuralı genellikle geçmişteki değişikliklere

[6] Bir ülkedeki döviz kuru sözkonusu ülke ile yabancı ülkenin fiyat endekslerinin bir oranı olarak belirleniyorsa, döviz kurunun değişmesi ülkedeki kişilerin satın alma gücünü değiştirmeyecektir.
[7] Sürünen parite kuralı, dış dengesizliklerin giderilmesi amacıyla kurların küçük aranlarda fakat sık değiştirilmesi sistemidir.

dayanmaktadır. Ancak bazı durumlarda gelecekteki döviz kuru düzenlemelerine dayandığı da olur. Şayet geçmişteki ve gelecekte beklenen döviz kurları aynı ise satın alma gücü paritesi de aynı olacaktır. Yurtiçi enflasyon oranı Ed, yurtdışı enflasyon oranı Ef ve $E_d > E_f$ ise, ülkenin göreli satın alma gücü paritesinin devamı şeklinde bir politika izlemesi durumunda yabancı para (Ed-Ef) farkına eşit olana dek değer kazanacaktır. Yabancı para ulusal para için tam bir ikame oluşturuyorsa ve bu ikame için herhangi bir değişim maliyeti yoksa aynı zamanda belirsizlik ortamı da sözkonusu değilse Ed-Ef >0 olduğunda kişiler ulusal paradan kaçarak yabancı paraya yönelecektir. Ed-Ef farkı büyüdükçe (pozitif olarak) kişilerin ulusal paradan yabancı paraya geçme hızı da artmaktadır. Ancak burada sözü edilen ikame ulusal para talebinin likit kısmı ile ilgilidir. Likit para talebi ile kastedilen, kişilerin âcil gereksinimlerini karşılamaya yönelik ve faiz geliri olmaksızın elde tutulan kısımdır. Para talebinin diğer kısmı ise daha az likit olan ve faiz getiren varlıklarla karşılanmaktadır. Bu tür varlıklar âcil gereksinimler için değil refahın devamının sağlanması için stok olarak bulundurulur ve önlem amacı taşırlar. Bu varlıkların ulusal ve/veya yabancı para cinsinden olması getiri oranları ile yakından ilgili olup düşük likidite durumunda dahi getiri oranlarına son derece duyarlıdır.

Yurtdışı faiz oranı r_w, yurtiçi faiz oranı r_d ise yatırımcının yabancı para cinsinden finansal varlıkları tercih etmesi için;

$$(E_d - E_w) + r_w = r_d \qquad (I)$$

koşulu sağlanmalıdır. Bu minimum yeterlilik koşuludur. Yurtiçi ve yurtdışı enflasyon oranları farkı ile yurtdışı faiz oranının toplamı ulusal paranın toplam nominal getirisinin üstünde, dolayısıyla;

$r_d < (E_d - E_w) + r_w)$ (II)

ise kişiler faiz getirisi olan ulusal para cinsinden varlıkları faiz getirisi olan yabancı para cinsinden varlıklarla değiştirirler. Böylece para ikamesi yalnızca âcil gereksinimler için değil, stok amacıyla ve refahın devamını sağlamak üzere tutulan ulusal para ve/veya ulusal varlıklardan kaçışı da içermektedir. Bir başka deyişle ulusal paranın faizi yabancı paranın toplam nominal getirisinin altına düştüğünde kişilerin para taleplerinin büyük bir kısmı (belki de tamamı) yabancı para ve/veya yabancı para cinsinden varlıklarla karşılanmaktadır. Yurtiçi faiz oranı sadece yurtiçi ve yurtdışı enflasyon oranları arasındaki farktan küçük, dolayısıyla;

$r_d < (E_d - E_w)$ (III)

ise kişiler yalnızca ulusal paralarını değil, ulusal para cinsinden finansal varlıklarını da yabancı para ile değiştireceklerdir.

Yukarıda açıklanan durumların gerçekleştiği bir ekonomide izlenecek olan finansal politikalar ile özelde faiz politikası ulusal paraya olan talebin düşmesini önleyici olmak zorundadır. Çünkü durumun devamı halinde ekonomide aşağıda özetlenen çeşitli olumsuzluklar baş gösterebilecektir.

- Ulusal paradan yabancı paraya kaçış olduğunda sermaye hesabı bozulacağından ödemeler dengesi olumsuz etkilenir.

- Ulusal para ülkenin üretim fonksiyonu açısından da önemlidir. Bu nedenle şayet yabancı para ulusal paranın tüm fonksiyonlarını yerine getiremezse veya gecikmeli olarak yerine getirirse ara mal ve ham madde stoklarındaki azalmaya bağlı olarak üretimde aksamalar olur.

- Para ikamesi parasal bağımlılığı arttırır ve istikrar programlarının uygulanmasını zorlaştırır. Ekonomide dolaşan yabancı para miktarı arttığında döviz kurundaki oynamalara bağlı olarak para arzının kontrolü zorlaşır. Para talebi istikrarsız hale gelir ve ekonomideki ufak bir değişiklik - örneğin faiz ve kur oynamaları - büyük dalgalanmalara neden olabilir.

- Ülkenin ulusal para stokunun reel anlamda değer kaybetmesi kamu borç finansmanı açısından gelirlerin (enflasyon vergisi)[8] azalması anlamına gelir, bu durum enflasyonist finansmanın tercih edilmesine neden olabilir.

Hükümetler para ikamesini, olumsuz etkileri nedeniyle azaltmak için sermaye hareketlerine ve döviz işlemlerine kontroller getirmek isteyebilirler. Ancak çeşitli iktisadi kurumlar yeni duruma göre portföylerinde düzenleme yapmak için kayıt dışına kayma yolunu seçtiklerinde, örneğin ihracatçılar ihraç mallarını düşük fatura ile, ithalatçılar ise ithal mallarını yüksek fatura ile beyan ettiklerinde sermaye kaçışını tamamen engellemek olanaksız hale gelebilir. Dolayısıyla hükümetin uygulayacağı politikalardan birisi enflasyonu önleyecek bir seçeneği tercih etmesi ve uygulayacağı faiz politikasının yurtiçi finansal varlıkları cezbedici hale getirmesidir. Bu tür faiz politikasında temel koşul ulusal para cinsinden finansal varlıkların nominal faiz oranının en az yabancı para cinsinden finansal varlıkların toplam nominal getirisine eşit olmasıdır.

$$r_d \geq (E_d - E_w) + r_w \qquad \text{(IV)}$$

---

[8] Enflasyon vergisi, enflasyonist dönemlerde hükümetin para basarak kişilerin e llerindeki mali varlıklarının (para veya benzeri varlıklar) değerini düşürmelerinden dolayı elde ettikleri gelir (enflasyon vergisi) olarak ifade edilmektedir. Para ikamesi durumunda hükümetin enflasyon vergisi
yaratarak elde ettiği gelirler reel olarak azalmaktadır.

Diğer şeyler aynı kalırken sözkonusu koşulun sağlanması durumunda faiz getiren varlıklar cinsinden hesaplar ülke içinde tutulacak ve dışarı kaçması önlenebilecektir. Ancak faiz getirmeyen hesaplar açısından bir ikame sözkonusu olabilecektir. Bu hesaplar genellikle âcil gereksinimler nedeniyle elde tutulan yabancı paraları içermektedir. Sonuç olarak , ; yukarıdaki koşulu sağlayan bir faiz politikasının uygulanması sonucu toplam para ikamesi miktarında bir azalma sağlanabilir.

Ulusal paradan kaçışın son aşamasında ulusal paranın değer stoku olma aracı fonksiyonu yanısıra değişim aracı olma fonksiyonu da ortadan kalkmaya başlar. Şayet ülkede ulusal para yerine yabancı paranın tercih edilmesi âcil gereksinimler veya servet arttırma eğilimi dışına taşıp da tüm muamelelerde yabancı para kullanımı artıyorsa ya da yabancı para değer ölçme birimi olarak yaygın bir biçimde kullanılıyorsa - örneğin gayrimenkul fiyatları veya kiralar yabancı paraya endekslenmiş ise - para ikamesinin oldukça ileri boyutlarda olduğu söylenebilir.

1.3. PARA İKAMESİ VE BAZI KAVRAMLAR

Daha önce de bahsedildiği üzere para ikamesini engellemek ve kişilerin ulusal para cinsinden varlıklara yönelmesini sağlamak için oluşturulacak faiz politikasında $r_d \geq (E_d - E_w) + r_w$ koşulu sağlanmalıdır. Ancak bu koşula belirli durumlarda bazı ilâveler yapılması gerekebilir.

1.3.1 Para İkamesi ve Gelir Vergisi

Birçok ülkede sermaye kazançları ya vergi dışıdır ya da kolayca vergilendirilememektedir. Örneğin parasını ABD'de bir bankada tutan yabancı yatırımcı Amerikan yasalarına göre bu ülkeye vergi ödemekten muaftır.Oysa bu yatırımcının ABD'de elde ettiği gelir kendi ülkesinde vergiye tabi olabilir. Böyle bir durumda yabancı yatırımcının ABD'de elde ettiği geliri ülkesine doğru beyan etmesi kişinin kararına kalmaktadır. Şayet bu yatırımcı ABD'deki bankada tuttuğu parayı kendi ülkesindeki bir bankada tutmuş olsa, faiz gelirlerinin vergi dışı olması hariç, geliri tamamen vergilenmiş olacaktır. Dolayısıyla ülke parasının ülkede kalmasını sağlamak için uygulanması gereken faiz politikası;

$r_d (1 - t) \geq (E_d - E_w) + r_w$ veya $rd \geq \frac{(E_d - E_w) + r_w}{(1 - t)}$ (V)

koşulunu (t = vergi oranı) sağlamalıdır. Bu koşul, şayet vergi oranı yüksekse, yabancı ülkelere para akmasını önlemek için yurtiçi faiz oranının daha fazla yükseltilmesi gereğini ifade etmektedir. t'deki artış yerli paraya olan talebi düşürecek, t'deki düşüş ise tersine etki yapacaktır.

Ülkede artan oranlı bir vergi sistemi sözkonusu ise t'nin artması, kişilerin gelirlerine bağlı olarak da kamu vergi gelirlerini arttıracaktır. Etkin ve artan oranlı bir vergi sisteminde yüksek gelir grubundaki kişi ve kurumlar açısından "vergi" yatırım açısından önemli bir değişken haline gelecek ve bu kişi ve kurumlar kendileri için en kârlı olanağı seçeceklerinden yabancı para varlıklara yönelebilecektir.

Yukarıdaki denklemdeki t'nin ne olduğu çok önemlidir. Gelişmekte olan çoğu ülkede çoğunlukla tek bir vergi oranı olduğundan karışıklık olmayacak, ancak artan oranlı bir vergi sisteminin uygulandığı durumlarda kişi ve kurumlar ortalama bir vergi oranı kabul ederek yerli ve yabancı varlıklara yönelme kararını bu ortalama vergi oranını baz alarak vereceklerdir. Ancak yurtiçi faiz oranı yurtiçi yatırımcıların gelir düzeylerine göre farklı anlamlar ifade edecektir. Örneğin düşük gelirli yatırımcılar için yüksek bulunan bir faiz oranı, yüksek gelirli yatırımcılar için düşük olabilir. Bu durumda yurtiçi ve yabancı varlıklar arasındaki ikame esnekliği yüksek gelir grubundaki yatırımcılar için yüksek, düşük gelir grubundaki yatırımcılar için düşük kalacaktır. Böylece hükümetin ulusal para cinsinden yatırımları teşvik etmek için ihtiyaç duyduğu faiz oranı sapmalı olarak yüksek olabilecektir.

1.3.2. Para İkamesi ve Aracılık Maliyetleri

Finansal varlık talebinde bulunanlar bu varlıkları belli mali aracı kurumlar yoluyla temin ederler. Bazı özel durumlar dışında aracılık maliyeti gözardı edilebilir. Ancak bankacılık sektörü etkin çalışmıyorsa veya oligopol piyasa sözkonusu ise, aracı kurumlar rezerv zorunluluğu, minimum mevduat zorunluluğu gibi maliyeti arttırıcı koşullara tâbi ise ve bankalar mevduatlarının bir bölümünü imtiyazlı kredilere plase etmek zorundaysa, aracılık maliyeti ortaya çıkar. Bu durumda aracı kurumlar kendilerine borç veren kişi ve kurumlara kendilerinden borç alanlara nazaran daha düşük maliyet oranı uygularlar. Çünkü borç aldıkları kesimlerin kendi kurumlarında tuttukları varlıklardan vazgeçmek istemezler. Dolayısıyla farklı oranlar arasındaki marj açıldığında yüksek gelir grubundaki kişi ve kurumlar yerli mali aracı

kurumlardan borçlanacakları yerde yurtdışındaki mali aracı kurumlardan borçlanmayı tercih ederler.

Şayet yerli mevduat faizi para ikamesinin önleme sınırındaysa;

$$r_d = \frac{(E_d - E_w) + r_w}{(1-t)} \qquad \text{(VI)}$$

koşulu sözkonusudur. Yurtiçi borçlanma yerine yurtdışı borçlanmanın tercih edilmesi ise;

$$r_d^b > (E_d - E_w) + r_w^b \qquad \text{(VII)}$$

↓ ↓

yurtiçi borçlanma oranı — yurtdışı borçlanma oranı

olmasına bağlıdır.

$$r_w^b = r_w + k_w \qquad \text{(VIII)}$$

↓ ↓ ↓

yurtdışı borçl. oranı — yurtiçi faiz — yabancı aracılık maliyeti

(VI) No.lu denklem aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$\frac{t}{(1-t)}[(E_d - E_w) + r_w] + (k - k_w) > 0 \qquad \text{(IX-a)}$$

↓

yurtiçi aracılık maliyeti

VI No.lu denklem kullanılmak suretiyle,

$$t.r_d + (k - k_w) > 0$$

bulunur. (IX-b)

$t > 0$ ve/veya yabancı aracılık faaliyetleri düşükse,

$r_w^b = r_w + k_w$ koşulu her zaman karşılanacaktır. Sonuç olarak , , para ikamesini önlemek için oluşturulan faiz oranı sermaye girişini teşvik eder.

Yukarıdaki koşulun sağlanması durumunda yurtiçi piyasadan kredi almaya yönelme olacak ancak dağılım itibariyle yüksek gelir gruplarına öncelik verilecektir.

1.3.3. Sermaye Akımları, Döviz Riski ve Para İkamesi

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal reformlara (finansal serbesti) bağlı olarak nominal faiz oranlarının yükseldiği görülmektedir. Uygulanan kur politikası ulusal paranın reel olarak değerlenmesine izin veriyorsa ve nominal faiz oranı yurtiçi ve yurtdışı enflasyon oranlarının arasındaki farktan fazlaysa yabancı yatırımcı için yurtiçi piyasadaki faizler cezbedici olacağından ülkeye sermaye girişi olacaktır. Bu durumda crawling - peg kuralı satın alma gücü paritesi kriterinden ayrılmış olur ve döviz kurunun değişen enflasyona anında uyum sağlaması beklenemez.

$$e = E_d - E_w - \lambda \qquad (X)$$

λ = Yerli paranın dönem içindeki aşırı değerlenme derecesini ölçmekte-
dir.

e = Döviz kurundaki değişme

$$r_d = c + E_d \qquad (XI)$$

$$r_w = c + E_w \qquad (XII)$$

c = Reel faiz oranıdır.

Ülkeye sermaye girişi olabilmesi için,

$r_d > e + r_w$ veya $r_d - r_w > e$ (XIII)

koşulu sağlanmalıdır.Bu durumda ($\lambda > 0$)'dır. Asimetrik vergileme veya aracılık maliyeti olmasa dahi sözkonusu sermaye girişi satın alma gücü paritesinden bağımsızdır. Böyle bir durumda gelecekle ilgili beklentilerin tam bir belirlilik taşıması olanaksızdır ve yatırımcıların yurtiçi ve yabancı varlıklardan oluşturduğu portföy döviz kuru riski taşımaktadır.

(XIII) No.lu koşulun gerçekleşmesi durumunda yabancı yatırımcı için ülkeye gelerek o ülkenin parası ile yatırım yapmak kârlıdır. Yabancı sermaye girişi $r_d - r_w = e$ olana dek devam eder. Eğer yabancı sermaye, kârını maksimum yapamıyorsa veya risk unsuru varsa bu eşitlik sağlanmaz. Dolayısıyla ülkeye gelen yabancı para için o ülkenin parası üzerinden yatırım yapmak hâlâ kârlıdır.

Yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki fark genellikle döviz kuru riski nedeniyle oluşan primden fazla olduğu sürece enflasyonist ülkeye sermaye girişi olması doğaldır. Bu da parasal tabanı büyütüp enflasyonist baskıyı daha da arttırır. Enflasyonist baskının artmasını önlemek için devalüasyonun geciktirileceği beklentisi yaygınlaşırsa yabancı sermaye girişi daha da artabilir. Sürecin tersine dönmesi yani ülkeden sermaye kaçışının başlaması ise daha kolaydır. Sözkonusu koşullarda ulusal paranın devalüe edileceği beklentisinin realize olması sermaye kaçışını bir anda başlatabilir. Bu aynı zamanda ulusal paradan kaçışın ileri bir aşaması anlamına gelmektedir.

1.4. PARA İKAMESİNİN OLUMLU ETKİLERİ

Teorik olarak düşünüldüğünde bir ekonomide yabancı paraya olan talep kişi veya kurumların rasyonel kararlarının sonucunda oluşuyorsa olumlu bir refah etkisinden söz etmek mümkün olabilir. Şayet iktisadi birimler yabancı paraya dönerek enflasyon vergisinden kaçabiliyor, tüketim sürecindeki değişim maliyetlerini düşürebiliyor ve ulusal para cinsinden varlıkları elde tuttukları duruma göre siyasi riski ve döviz kuru riskini azaltabiliyorlarsa makroekonomik açıdan istikrarsız bir ortamda refahlarını arttırıyorlar demektir. Bu bakış açısı, parasal ve siyasi açıdan istikrarsız bir ortamda yabancı paraya yönelişi enflasyon ve hükümet müdahalesinin olumsuz etkilerinden korunma firma düzeyinde ise üretkenlik artışı olarak kabul edilmektedir. Çünkü böyle bir durumda dolarizasyon makroekonomik istikrarsızlıktan ziyade bir belirti, bir işarettir ve makroekonomik sorunlara dikkat çekerek politika yapıcılara reform uygulamaları için baskı oluşturur niteliğe sahiptir.

1.5. PARA İKAMESİNİN OLUMSUZ ETKİLERİ

Para ikamesinin olumsuz etkileri makroekonomik düzeydeki dolarizasyonun para, döviz kuru ve maliye politikalarının etkinliğini azaltması kaynak dağılımını olumsuz etkilemesi ve ekonomik gelişmeyi engellemesi ile ortaya çıkmaktadır. Ayrıca para ikamesi gelir dağılımındaki eşitsizlikleri daha da körükleyerek refah kaybına da yol açmaktadır.

1.5.1. Para Politikasına Etkisi

Dolaşımdaki para içinde yabancı para miktarının artması döviz kuru hareketlerine neden olarak para arzının kontrolünü zorlaştırır. Özellikle kayıt dışı dolaşan yabancı para miktarının kontrol edilmesi çok zordur. Sözkonusu durumda otoritelerin etkin bir para politikası uygulayamamaları para ikamesinin para talebi fonksiyonunu istikrarsız hale getirmesinden kaynaklanmaktadır.

1.5.2. Döviz Kuru Politikasına Etkisi

Para ikamesi döviz kuru politikasının etkinliğini de azaltmaktadır. Bilindiği üzere döviz kuru harcama düşürücü ve harcama kaydırıcı etkileri nedeniyle otoritelerce bir politika aracı olarak kullanılmaktadır. Ancak para ikamesi nedeniyle döviz kuru sözkonusu fonksiyonlarını yerine getiremez hale gelebilir.

Ulusal paranın devalüasyonu yurtiçi yerleşiklerin yabancı mal ve hizmet alım güçlerini düşürerek harcama kısıcı etki yaratmak ister. Ancak kişilerin ellerinde daha önceden fazlaca yabancı para varsa bu etki yaratılamayacaktır. Bunun yanısıra kişilerin ellerinde fazla miktarda yabancı para bulunuyorsa devalüasyonun harcama kaydırıcı etkisi de istenilen düzeyde elde edilemeyecektir.

1.5.3. Maliye Politikasına Etkisi

Birçok gelişmekte olan ülkede etkin işlemeyen vergi sistemi ve siyasi istikrarsızlık sözkonusu olduğu için hükümet açısından enflasyon vergisi önemli bir gelirdir.

Para ikamesinin politikalar üzerindeki olumsuz etkileri hükümetlerin vergi yoluyla gelir elde etme gücünü de azaltmaktadır. Ulusal para yerine yabancı para tercih edilmesi durumunda enflasyon vergisi nedeniyle elde edilen senyoraj gelirleri azalmaktadır. Bu durum ekonominin tümünde refah kaybı anlamına gelmektedir.

Senyoraj gelirlerinin reel olarak azalmasının refah kaybı üzerindeki etkileri genelde iki kısma ayrılabilmektedir.

- Hükümetin harcama kapasitesini düşürmesi (diğer şartlar aynı kalmak koşuluyla).

- Enflasyon vergisinin veya diğer vergilerin daralan vergi tabanını genişletmek amacıyla tekrar arttırılması.

Bu iki etki, para ikamesinin hükümetin senyoraj gelirlerini azaltması sonucu ortaya çıkarak refah kaybına neden olmakta ve yüksek enflasyonlu ülkelerde uzun vadede sermaye kaçışları yaşanmaktadır.

1.5.4. Ödemeler Dengesine Etkisi

Bir ülkeye giren yabancı paraların o ülkenin ulusal parasına çevrilerek yüksek faizle değerlendirilmesi ve bir süre sonra tekrar yabancı paraya dönüldüğünde döviz bazında değerlendirilmesine oranla daha yüksek getiri elde

edilmesi sözkonusu ise gerek yerli gerekse yabancı yatırımcılar sözkonusu ülkenin ulusal parası cinsinden yatırım yapmayı (yabancı para cinsinden yatırıma göre) tercih ederler.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki finansal yapıdan ve yapısal dengesizliklerden kaynaklanan kısa vadeli yabancı sermaye girişi bir anda tersine döndüğünde ise ülkede ulusal paradan kaçış da hızlanır. Sözkonusu durumda ülkeden büyük boyutlu sermaye çıkışı olacağından ödemeler dengesi çok büyük açıklar verir. Ödemeler dengesindeki yapısal kaynaklı cari açıkların finansmanında kısa vadeli sermayenin kullanılması uzun vadede sürdürülebilir olmadığı için yapısal bozuklukların da etkisi ile para ikamesinin en ileri aşaması olan ulusal paradan kaçışa neden olarak ödemeler dengesinin başlangıca göre daha da bozulmasına yol açabilir.

1.5..5. Geri Dönülemez Olma "Hysteresis" Etkisi

Para ikamesinin önemli olumsuz etkilerinden biri de başladıktan ve belli bir düzeye ulaştıktan sonra geri dönülemez bir sürece girerek zamanla "hysteresis" yaratması, bir başka deyişle kronik alışkanlık haline gelebilmesidir. Sözkonusu durumun tersine dönebilmesi için iktisadi politikalara güvenin tam olması, ekonomide istikrar ve güven ortamının tekrar oluşacağına geniş kitlelerin inanması gerekir. Ancak para ikamesini tersine çevirecek koşullar gerçekleşse bile belli ölçüde devam etmesinin önüne geçilemeyebilir. Çünkü yeni finansal araçların gelişmesi sonucu kişiler bu araçları kullanmayı alışkanlık haline getirebilirler. Örneğin döviz tevdiat hesapları gibi. İktisadi ve siyasi ortamın istikrarsızlığı, geleceğe yönelik

olumsuz bekleyişler, güvensizlik, likidite vs. gibi nedenler de kronikleşen döviz talebinin düşmesinde önemli rol oynayabilir.

1.5.6. Paranın Dolaşım Hızına Etkisi

Ulusal paradan kaçışın hızlanması ekonomideki reel para miktarının daralmasına ve paranın dolaşım hızının artmasına neden olmaktadır.

Ekonomideki para miktarı çeşitli tanımlamalara göre farklılık göstermektedir. En dar tanımlı para stoku M1, dolaşımdaki banknot ve ufak paraya resmi mevduatlar dışındaki tüm ulusal para cinsinden vadesiz mevduatın eklenmesiyle elde edilmektedir. Vadeli mevduat, döviz mevduatı gibi değişkenlerin kullanılması ile M1, M2Y, M3, M3Y gibi para stoku tanımlamalarına ulaşmak mümkündür.[9] Para ikamesi açısından kişilerin ulusal parayı tutma eğilimlerini ölçmekte kullanılan para stoku genellikle M1'dir. M1'in genel fiyat düzeyine bölünmesi ile reel para stokuna ulaşılmaktadır ve para ikamesi olgusunun reel para stokunu oldukça aşındırdığı bilinmektedir. Reel para stokunun azalması faizler üzerinde pozitif etki yaratır.

Ulusal paradan kaçışın doğal sonucu, ekonomideki paranın belli bir dönemde el değiştirme sayısında yani paranın dolaşım hızında da artış olmaktadır. Merkez

---

[9] M1 = Dolaşımdaki Para + Mevduat Bankalarındaki Vadesiz Mevduat + Merkez Bankasındaki Mevduat
M2 = M1 + Mevduat Bankalarındaki Vadeli Mevduat
M2Y = M2 + Döviz Tevdiat Hesapları
M3Y = M2 + Resmi Mevduat + Merkez Bankasındaki Diğer Mevduat ve Döviz Tevdiat Hesapları

Bankası verilerine göre Türkiye'de paranın dolaşım hızı 1987'de 10 iken 1994'de 24'e çıkmıştır. Türkiye'deki 1994 yılı gelişmeler ulusal paradan kaçışın hızlandığı kriz dönemi olması nedeniyle önemli bir bulgudur ve paranın dolaşım hızının artması enflasyonist beklentileri de hızlandırmıştır.

1.5.7. Gelir Dağılımına Etkisi

Para ikamesi durumunda ülkedeki yüksek gelir grubundaki kişilerin enflasyon vergisinden kaçabilmeleri için kullanabilecekleri araçlar daha fazladır. Örneğin kredi kartı, faiz getirisi olan çek hesapları, yabancı para varlıklar bu tür kişiler için bir avantajdır. Yeterince yüksek gelire sahip kişiler için sözkonusu ortamda ulusal paradan kaçış daha kolay olabilmektedir. Bu durumda düşük gelir grubundaki kişilerin para ikamesi nedeniyle göreli pozisyonları bozulacak ve gelir dağılımı olumsuz yönde etkilenecektir.

1.5.8. Kredilere Etkisi

Para ikamesinin arttığı dönemlerde mali kurumların portföy bileşimleri de değiştiğinden ulusal para cinsinden kredi olanakları daralır. Yabancı para cinsinden borçlanmanın beklentiler nedeniyle külfetli hale gelmesi üretim olanaklarının yeterince kullanılmasını olumsuz etkileyerek milli geliri düşürücü etki yaratır.. Ayrıca spekülatif yatırımların fiziki yatırımlardan daha kârlı olacağı beklentisi de ekonominin küçülmesine ve üretim azalmasına neden olan gelişmelerdir. Ulusal paradan kaçışın hızlandığı dönemlerde kredi veren mali kurumların ulusal para

cinsinden kredi olanaklarını kısması maliyetlerle orantılıdır. Dolayısıyla ulusal para cinsinden borçlanmaya maliyetin yüksek olması nedeniyle talep az olmakta, bu durum ise kredi arzının koşullarından kaynaklanmaktadır. Yabancı para cinsinden borçlanma olanağı mevcut olsa bile beklentiler nedeniyle bu tür borçlanmanın maliyeti yüksek olacaktır. Sözkonusu koşullarda mali kurumlar da spekülatif faaliyetlere ağırlık vererek ekonominin üretim anlamında daralmasına neden olabilirler. Bu durum hükümetlerin kredi mekanizmasını kullanarak üretim hedeflerine ulaşması önünde engel teşkil eder.

1.5.9. Üretim ve Üretkenliğe Etkisi

Parasal istikrarsızlığın artması mikroekonomik düzeyde firmaların kârlılığını etkiler. Bu durum firmaların üretken faaliyet durumuna göre finansal işlemlerde daha fazla girdi kullanmak durumunda kalmasından kaynaklanır. Hane halkı ise enflasyon maliyetinden kaçınabilmek için daha fazla zaman harcar.

Para ikamesinin olduğu yüksek enflasyonlu ülkelerde, negatif üretkenlik ulusal paranın fonksiyonlarını üstlenebilen yabancı parayı elde bulundurmanın kazancı ile telafi edilmeye çalışılır. Firmaların üretkenliği, istenilen düzeyde likiditenin devamı açısından yabancı para hesapları veya menkul kıymetlerin kullanımı ile artabilir.

1.5.10. Likidite ve Dağıtım Etkisi

Yüksek enflasyonlu ülkelerde firmalar kendilerini korumak amacıyla mal ve hizmet fiyatlarını dolara endekslerler, ancak ücretleri ulusal para ile ödemeye devam ederler. Bu durumda ücretlilerden girişimcilere kaynak transferi sözkonusudur. Mal ve hizmetlerin dolara endekslenmesi ücretlerin yurtiçi enflasyon oranına endekslenmesini ne kadar aşarsa kaynak transferi de o oranda artar. Devalüasyon oranı yurtiçi ve yabancı enflasyon oranları arasındaki farkı aştığı durumda ulusal para cinsinden borçlanmak firmalara getiri sağlamaktadır.

Firmalar devalüasyonun finansal durumlarında yaratacağı bozulmaya karşı üç türlü hareket edebilirler. Ürettikleri mal ve hizmetlerin fiyatlarını arttırır ve enflasyonu körüklerler veya reel ücretleri düşürme yoluna giderler ya da bilançolarının aktif kısımlarını dolar veya dolar cinsinden menkul kıymet satın alarak dolarize ederler.

İlk iki seçeneğin refah etkisi bazı durumlarda refah düşürücüdür. Şayet üçüncü seçenek durumunda firmalar için dolar cinsinden varlıklara yatırım yapmak üretim yapmaktan daha kârlı hale gelirse üretkenlik azalır. Bu durumda sanayileşme sekteye uğrar, enflasyon ve dolarizasyon kısır döngüye girebilir..

Firmalar açısından bilançolarındaki yabancı para borç durumu ile toplam faaliyetler içinde ihracatın payı önem arz eder. Bu anlamda şayet yabancı para (döviz) cinsinden yükümlülükler yabancı para cinsinden varlıkları aşarsa, devalüasyon firmaların borç yükünü arttırır.

Bankacılık sektörü açısından durum incelendiğinde, dolarize olmuş bir ekonomide bankacılık sektörünün likiditesinin de devalüasyondan etkilendiği görülebilir. Bankaların döviz cinsinden borç durumu döviz varlıklarını aşıyorsa devalüasyon durumunda kayıpları fazla olacaktır.

1.6. PARA İKAMESİNİN ÖLÇÜLMESİ VE KARŞILAŞILAN SORUNLAR

Ekonomideki para ikamesinin boyutlarını belirlemek oldukça zordur. Sözkonusu durum para ikamesinin hangi tanım çerçevesinde ele alınacağının belirlenmesi ve buna göre kullanılacak kıstasların tesbiti ile kullanılacak kıstaslarla ilgili veri toplamadaki zorluklardan kaynaklanmaktadır.

Para ikamesinin ölçülmesinde kullanılan kıstasların en önemlilerinden biri yabancı para talebi ve bu talebi belirleyen unsurlardır. Ancak yabancı para çok değişik amaçlarla talep edilebilir.

Kişilerin enflasyon vergisinden kaçmak için elde tuttukları yabancı paralar değer saklama amacıyladır. Dolayısıyla bu tür yabancı para talebinde değer saklama güdüsü ağırlık taşımakta olup muamele güdüsü daha sonra gelmektedir. Buna ilâveten yurtiçi bankacılık sisteminde tutulan vadeli ve vadesiz döviz tevdiat hesapları (yabancı para mevduatları) da yabancı para talebini açıklamaktadır.

Ülkeden yurt dışına çıkan yabancı para incelenirken dış ticaret işlemleri için kullanılan, değer saklama güdüsü ile portföyde tutulan ve ülkenin özel risk durumu nedeniyle ülke dışına çıkan yabancı para (sermaye kaçışı) miktarları arasında ayırım yapılmalıdır.

Ülke içindeki yabancı para miktarının hacim itibariyle ölçülmek istenmesi durumunda birçok güçlükle karşılaşılabilir. Yabancı para cinsinden hesapların yasak olduğu ülkelerde gayri resmi olarak tutulan yabancı para miktarını belirlemek zordur. Yabancı para cinsinden hesapların yasal olduğu ülkelerde ise karşılaşılan önemli sorunlardan biri de ekonomide nakit olarak dolaşan yabancı para miktarının tesbit edilmesinde yaşanan sorunlardır.

Türkiye için yapılan amprik çalışmaların büyük bir kısmında para ikamesi oranı olarak yurtiçi yerleşiklerin yabancı para cinsinden tasarruf hesaplarının (Döviz Tevdiat Hesapları-DTH) M2Y para arzına oranı ele alınmaktadır. Ancak bu oran, dolaşımdaki yabancı para miktarının tümünü içermemektedir. Bunun bir nedeni Döviz Tevdiat Hesaplarının dolaşımda mevcut olan yabancı para miktarını yansıtmaması iken bir diğer neden de M2Y'nin mali sistemin büyüklüğünü tam olarak ifade etmemesidir. M2Y, Bankacılık kesiminin toplam bilançosunun yükümlülüklerinin bir kısmını yansıtmaktadır. Bu değişken yerine Toplam Yurtiçi Mali Varlıklar (TMV) değişkeninin kullanılması daha anlamlı olabilmektedir. TMV, elinde fon fazlası olan tüm kesimlerin fon eksiği olan kesimlere hangi tür araçlarla finansman olanağı yarattığını gösteren ve fon aktaran kesimlerin toplam bilançolarının varlıklar kısmını yansıtan bir büyüklüktür. Dolayısıyla Döviz Tevdiat

Hesaplarının yaklaşık olarak yurtiçi döviz talebini yansıttığı varsayımı ile para ikamesinin ölçülmesinde DTH/TMV oranına bakılması, DTH/ M2Y oranına göre daha anlamlı olmaktadır.

Dönemsel olarak ortaya çıkabilen bazı gelişmelerin değerlendirilmesinde de hatalar olabilir. Örneğin risk faktörünün arttığı veya faizlerin düştüğü bir dönemde DTH'ların ulusal paraya çevrilmesi dolarizasyonun düştüğü anlamına gelmemelidir. Ya da elde nakit olarak tutulan paraların bankacılık sistemine mevduat olarak girmesi, dolarizasyonun artması şeklinde yorumlanmamalıdır.

Ülkelerin özel durumları da dikkate alınarak para ikamesini yansıtan iyi bir dolarizasyon oranı tanımlamak önemlidir. DTH/TMV'dan başka DTH/GSMH bu konuda iyi bir gösterge olabilir. GSMH, reel kesimi yansıtan bir büyüklüktür ve DTH/GSMH oranının artması döviz hesaplarının reel kesimi fonlama oranı olarak yorumlanabilir ve bu oranın artması dolarizasyonun da arttığını gösterir. Sözkonusu oran aynı zamanda ekonominin tümü içinde dövizin payını göstermesi açısından da önemlidir.

Yabancı paraya olan talebin açıklanmasında kullanılan önemli bir değişken de ulusal paranın beklenen devalüasyon oranıdır ve amprik çalışmaların çoğunda temel unsuru oluşturmaktadır. Ancak beklenen devalüasyon oranının ölçülmesi genelde zor bir iştir ve bunun için çoğunlukla faiz oranları veya enflasyon oranı veri olarak kullanılmaktadır.

1.7. PARA İKAMESİ İLE İLGİLİ ÇALIŞMALAR

1.7.1. Genel Bakış

Para ikamesi ile ilgili en eski çalışmalar hiperenflasyonlu ülkeler üzerinde odaklanmış ve özellikle 1921 - 1923 dönemi Almanyası ile ilgili bazı çalışmalar yapılmıştır.

1970'li yıllarda finansal piyasaların dışa açılması ve entegrasyonu ile birlikte gelişmiş ülkelerde para ikamesine yönelik çalışmalara duyulan ilgideki artış önemlidir. Bu çalışmalarda elde edilen en önemli sonuçlar para ikamesinin varlığının para talebinde dengesizlikler yarattığı ve otoritelerin parasal hedefleri belirlemede güçlüklerle karşılaştığı yolundadır.(Selcuk, 1994;509).

Gelişmiş ülkelerdeki para ikamesi ile ilgili çalışmaların çoğu para ikamesi olgusunun döviz kurunun belirlenmesi üzerindeki etkileri ve makroekonomik politikalarla ilişkisi üzerinde yoğunlaşmıştır. Çok sayıda çalışmada oluşturulan modeller para ikamesinin en önemli açıklayıcı değişkenleri olarak ulusal paranın beklenen devalüasyon oranını ve /veya yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları farklılıklarını ele almaktadır. Yapılan çalışmalarda gelişmiş ülkelerle ilgili önemli bulgulardan biri para ikamesi olgusunun bazı ülkelerde dengesizlik yaratırken (Amerika ve Kanada gibi), bazı ülkelerde hiçbir dengesizliğe neden olmadığıdır. (Japonya gibi). (Calvo & Vegh, 1992).

Gelişmiş ülkelerle ilgili çalışmalara ilâveten literatür genelde gelişmekte olan ülkelerde para ikamesini açıklamaya ve etkilerini göstermeye yönelik çalışmalar açısından daha kabarık gözükmektedir. Bu çalışmaların hemen hepsindeki ortak görüş, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde para ikamesi olgusuna neden olan faktörlerin başında gelişmemiş finansal piyasalar ve bu piyasaların uluslararası düzlemde dışa açılmasından kaynaklanan sorunlar ile yüksek enflasyon ve buna neden olan yapısal sorunların geldiği yolundadır.

Gelişmiş ülkelerdeki para ikamesini açıklamaya yönelik çalışmalarda genellikle portföy dengesi yaklaşımı ve uluslararası ticari işlemlerdeki muamele maliyetlerini minimize etme güdüsü ele alındığından açıklayıcı değişkenler olarak ulusal paranın beklenen devalüasyon oranı veya yurtiçi ve yabancı faiz oranları üzerinde yoğunlaşılmıştır. Sözkonusu yaklaşım sanayileşmiş ülkeler açısından anlamlı olabilmekle beraber gözle görülür döviz kuru değişikliklerine ilâveten yabancı paranın yurtiçi muamelelerde kullanıldığı ve siyasi istikrarsızlığın hâkim olduğu gelişmekte olan ülkeler açısından çok geçerli olmamaktadır.

Para ikamesi ile ilgili çalışmalar genelde teorik ve amprik modeller olarak ikiye ayrılmaktadır. Ülkelerin gelişmişlik düzeyinden bağımsız olarak oluşturulan teorik çerçeveli modellerde kişi ve kurumların portföylerinde neden birden fazla para bulundurma eğiliminde oldukları açıklanmaya çalışılmıştır. Bu çalışmaları aşağıdaki gibi gruplamak mümkündür. (Brand, 1995: 7)

- Portföy Dengesi Modelleri (Brillembourg & Schadler, (1979)

- Para Talebinin Marjinal Fayda Teorisi (Bordo & Choudhri 1982)

- Parasal Kazançlı Üretim Fonksiyonu Yaklaşımı (Poloz, 1984)

- Nakit Hesaplara İhtiyat Amaçlı Talep Teorisi (Poloz, 1986)

Bununla beraber, gelişmiş ülkelerdeki para ikamesi ile ilgili çalışmaların büyük bir bölümü sadece yukarıda sözü edilen teorik açıklamalara dayanmamaktadır. Zaman serileri analizi kullanılarak yapılan birçok çalışma olduğu gibi – (Urljeviç & Jaime, 1985), (Beckerman, 1987), (Jameson, 1988) - amprik analizlerini bir veya iki açıklayıcı değişken kullanarak modelleştiren para ikamesi çalışmaları da oldukça fazladır.

Çalışmaların büyük bir çoğunluğu Latin Amerika ülkeleri üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu tür çalışmalarda para ikamesinin nedenleri açıklanırken genelde para talebinin özellikleri dikkate alınmaktadır. (Ortiz, 1983a, 1983b), (Fasano – Filha, 1984), (Ramirez - Rojas 1985), (Rojas – Suarez, 1992) sözkonusu yaklaşıma örnek çalışmalardır. Bu çalışmalarda genellikle ulusal paranın (M), yabancı paraya (M*) oranı, yurtiçi nominal faiz oranı (i) ve yurtdışı nominal faiz oranının (i*) fonksiyonu olarak kabul edilmektedir.

$M/EM^* = f(i, i^*)$

$fi<0$,

$fi^*>0$,

E, bir birim yabancı paranın ulusal para cinsinden değeridir.

Sözkonusu ilişkide ulusal paranın devalüasyon oranı açıklayıcı değişken değildir. Bunun için faiz paritesi koşulu (i = i* + e) olarak kabul edilmiştir.. e, beklenen devalüasyon oranıdır. Birçok modelde, fırsat maliyetlerini gösteren i ve i* değişkenleri döviz kuru değişkeni ile yer değiştirmiştir. Yukarıdaki tanımlamayı para talep fonksiyonunda gelir ve tüketim gibi ölçek değişkenlerine yer vermeyerek ve bunu telafi amacıyla gerek ulusal gerek yabancı paraya olan talebin refaha göre birinci dereceden homojen olduğunu kabul ederek kritize eden (Ramirez – Rojas, 1985) dir. Ancak para ikamesini sadece döviz kuru beklentilerinin ya da fırsat maliyetlerinin etkilemediği açıktır. Örneğin politik risk faktörü, değişim maliyetleri ve kurumsal faktörler de önem arz eder. Sözkonusu faktörlerin gelişmekte olan ülkeler açısından önemi fazladır ve faiz paritesi kuralı bu tür ülkelerde tam olarak işleyememektedir. Çünkü bu kuralın tamamen işleyebilmesi için ulusal para ve/veya para benzeri yabancı para ve/veya para benzeri varlıklarla tam ikame olması, sermaye hareketlerinin kısıtlanmamış olması ve değişim maliyetlerinin düşük olması gerekir.

(Ramirez – Rojas, 1985) refah düzeyi, ulusal ve yabancı paranın beklenen reel faiz oranlarını, kurumsal faktörleri, - uluslararası işlemlerin hacmini, yurtiçi sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyini, değişim maliyetlerini para ikamesinin açıklanmasında önemli göstergeler olarak kabul etmiş ancak modelde bu faktörler ele alınmamış ve açıklayıcı değişken olarak sadece döviz kurunun beklenen değeri kullanılmıştır.

Para ikamesinin belirleyicisi olarak kurumsal faktörlerin kullanıldığı çalışma (El – Erian, 1988)'dir. El - Erian, sözkonusu kurumsal değişikliklerin para ikamesi üzerindeki etkilerini amprik olarak test etmiştir. Siyasi ve kurumsal değişiklikler için kukla değişken dahil ettiği ve gerek ulusal para, gerekse yabancı para mevduat faizleri ile beklenen devalüasyon oranını da açıklayıcı değişken olarak kullandığı regresyon analizini 1980 - 1986 döneminde Mısır ve Yemen Arap Cumhuriyeti için uygulamıştır.

(Melvin, 1988), parasal kazançlı Üretim Fonksiyonu yaklaşımı ile tanınmaktadır. Bu çalışmada para ikamesi, parasal getirisi olan ulusal ve yabancı para cinsinden varlıklar arasında optimal portföy seçimi yapmak olarak değerlendirilmektedir. Sözkonusu parasal varlıkların parasal kazançları, gerek parasal varlıklara gerekse ulusal ve yabancı paranın gelecekteki değerleri ile ilgili "güven unsuru"nu içeren niteliksel değişkenlere bağlı olmaktadır. Melvin, yukarıda açıklanan değişkenlerle oluşturduğu para talebi fonksiyonunu Meksika ve Bolivya'da amprik olarak test etmiş ve enflasyon belirsizliği formundaki "niteliksel" değişkenlerin Latin Amerika'daki dolarizasyon sürecini açıklayıcı olduğunu belirlemiştir. Aynı üretim fonksiyonunu kullanan (Marquez, 1984, 1985, 1988) Venezüella'daki para ikamesini açıklamaya çalışmıştır. Her iki çalışma arasındaki fark Melvin'in kişilerin fayda maksimizasyonunu dikkate alırken Marquez'in işletme sermayesini yurtiçi ve yurtdışı piyasadan borçlanan bir firmanın (finansal olmayan) maliyetini minimize etme açısından olaya yaklaşmasıdır. Buna göre yurtiçi faiz oranının artması optimal yurtiçi parasal varlıkları (money balances) düşürmektedir. Çünkü yurtiçi borçlanmanın göreli maliyetinin artacağı varsayılmaktadır. Diğer

yandan optimal yurtiçi parasal varlıklar yurtdışı faiz oranının artışı ile artmakta, yurtdışı faiz oranının artması ile yurtdışından borçlanmanın çekiciliği azalacağından ulusal para cinsinden borçlanmaya ağırlık verilmektedir.

Para ikamesine parasal kazançlı üretim fonksiyonu ile yaklaşan çalışmalarda üretim teorisindeki geleneksel yaklaşımdan farklı olarak modele farklı paralar arasındaki ikame edilebilirlik de ilâve edilmekte, ayrıca para ikamesi üzerinde gelir ve refah değişikliklerinin olası etkilerini yansıtacak bir değişken kullanılmaktadır

Para ikamesi ile ilgili daha yeni çalışmalar sözkonusu olgunun "hysteresis" - geri dönülemezlik, kronik alışkanlık - özelliği üzerinde de durmaktadır. Bunun anlamı ekonomi belli bir dolarizasyon düzeyine eriştikten sonra süreci tersine çevirmenin çok zor olacağıdır. Bu yaklaşıma göre, finansal yeniliklerin ve gelişmenin artışına paralel olarak yeni finansal ürünlerin devreye girmesi durumunda - örneğin ulusal bankalarda yabancı para hesabı açtırmak gibi - sözkonusu yatırım araçlarının her koşulda - para ikamesini tersine döndürecek teşvikler olsa bile - kullanılması devam etmektedir. (Guidotti ve Rodriguez 1991 - 1992), "hysteresis" argümanını ilk kez uygulamışlardır. Latin Amerika ülkelerinden Bolivya, Meksika, Peru ve Uruguay'daki gözlemlerinde, toplam mevduatlar içinde yabancı para mevduatlarının oranının Amerika Birleşik Devletlerindeki enflasyon değişikliklerine olumlu tepki vermemekte olduğu tesbit edilmiştir.[10]

[10] Sözkonusu çalışma hakkında ayrıntılı bilgi için bkz (Guidotti ve Rodriguez, 1992)

Dolarizasyonun artan ölçek ekonomileri özelliği (Clements & Schwartz, 1992)'de Bolivya ekonomisi üzerinde ispatlanmaya çalışılmıştır. Sözkonusu çalışmada ulusal ve yabancı para arasındaki değişim maliyetinin para ikamesi olgusunu açıklamak için tek başına kullanılamayacağı üzerinde durulmaktadır.

Ulusal paranın muamele amacıyla kullanılmak üzere yabancı para ile değiştirilirken ortaya çıkan değişim maliyeti açısından para talebine yaklaşarak sözkonusu değişim maliyetini kişiler bazında fayda fonksiyonuna, firma bazında ise üretim fonksiyonuna dahil ederek geliştirilen para ikamesi modelleri de mevcuttur.

Dolaysız fayda fonksiyonuna değişim maliyetlerinin ilâve edilerek yurtiçi ve yabancı parasal varlıkların tüketim süreci içinde değişim maliyetlerini nasıl ekonomik hale getirdiğini ve kişilerin faydasını nasıl maksimum yaptığını gösteren çalışmalara örnek olarak (Feenstra, 1986), (Klump, 1992a - 1992b), gayrisafi üretim fonksiyonuna değişim maliyetlerini ilâve ederek firmaların net gelirlerinin ulusal ve yabancı para balansları ile yükseltilebileceğini izah etmeye çalışan çalışmalara örnek olarak (Koenig, 1989) verilebilir. (Brand 1995: 21).

Para talebinde değişim güdüsünü ve para ile alternatif portföy varlıkları arasındaki seçimi bir arada dikkate alan çalışma Thomas (1985)dir. Thomas'ın çalışmasındaki kritik varsayımı sermaye piyasasının mükemmel olduğu, dolayısıyla yerli ve yabancı tahvil alınıp satılmasında kısıtlama olmadığıdır. Dolayısıyla Thomas'ın modeline göre optimal varlık seçim kararı iki aşamada gerçekleşmektedir. İlk aşamada yurtiçi ve yabancı parasal varlıklar değişim (muamele) amacıyla

seçilmekte, ikinci aşamada ise portföyün bir bütün olarak arzu edilir düzeydeki bileşimi yurtiçi ve yurtdışı piyasalardan alınıp satılan tahvillerden oluşmaktadır. Dolayısıyla elde tutulan tahviller değer saklama amacını taşımakta ve denge halindeyken portföyde hiç likit para bulundurulmamaktadır.

Para ikamesi ile ilgili olarak oluşturulan modellerde ele alınan hipotezler çeşitli yollarla test edilmesine rağmen para ikamesinin tamamiyle ve tüm yönleriyle açıklanmasında halen eksikler mevcuttur. Bu durum konunun ele alınış tarzı yanısıra, modellerin basitleştirilmesi açısından yapılan varsayımlardan ve veri toplamadaki eksikliklerden de kaynaklanmaktadır.

Sonuç olarak , yapılan çalışmalara bakıldığında hemen hepsinin açık ve zımni olarak iki önemli soru üzerinde durduğu görülmektedir.

- Para ikamesi pratikte önemli midir veya ihmal edilebilir bir olgu mudur?
- Eğer önemli ise, ele alınan modeller çerçevesinde para ikamesinin etkilerini açıklamak mümkün müdür, eksik kalan noktalar nelerdir?

Genellikle, gelişmiş ülke ekonomileri açısından para ikamesi belli ölçülerde ihmal edilebilir bir olgu olarak kabul edilmektedir. Hiperenflasyonlu ülkelerde ise para ikamesinin varlığı olağan görülmekte, bu tür ülkelerde ulusal paraya olan talebin düştüğü ve yabancı para mevduat hesaplarının yayıldığı gözlenmektedir. Bunun en temel nedeni ise finansal piyasaların serbestleşmesine gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunları nedeniyle kolayca uyum gösterememiş olmasıdır.

1.7.2. Latin Amerika Ülkelerindeki Para İkamesine Yaklaşımlar

Gelişmekte olan Latin Amerika ülkelerinde yerli para ile ABD Doları arasındaki para ikamesini açıklamaya yönelik çalışmalar oldukça fazladır. Bu çalışmaların genel bulguları ulusal paraların getirisi ve riskindeki değişmelere bağlı olarak dolarizasyon olgusunun gündeme geldiği yönünde birleşmektedir. Finansal piyasaların dışa açılması ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sozkonusu ülkelerdeki gelişmişlik düzeyinin de etkisi ile ekonomilerin dolarize olmasına (ulusal paraların yerine ABD doları ikame edilmesine) yol açmıştır. Ancak Latin Amerika ülkelerinin çoğunda piyasada dolaşan gerçek dolar miktarı gözlemlenemeyen bir olgudur ve bunun en önemli nedenlerinden biri yasal olmayan yollarla ülkelere giren dolarların tesbit edilememesidir. Ayrıca Latin Amerika ülkelerinde doların her çeşit muamele ve hesap birimi olarak kullanılmakta oluşu da önemlidir.

Para ikamesine standart yaklaşımlarda dolarizasyon olgusu, alternatif paraların göreli getirileri değiştiğinde kolaylıkla tersine işleyen bir mekanizma olarak tanımlanmakta ve bu yaklaşımlar tutarlı para talebi fonksiyonlarının varlığına bağlı olmaktadır. Örneğin yurtiçi enflasyon oranı arttığında kişiler dolara kayarlar veya enflasyon oranı düştüğünde dolarlar elden çıkarılır. Oysa Latin Amerika ülkelerinde durum daha farklı gözlenmiştir. Enflasyon geniş çapta dalgalanıyorken para talebi sistematik olarak düşebilmektedir. Yüksek enflasyon oranları düşük reel nakit hesaplarla eşanlı olabilmekte, ancak sözkonusu nakit hesaplardaki azalma enflasyon

ve gelirlerdeki değişmeye bire bir bağlanamamaktadır. Ulusal para talebindeki açıklanamayan düşüşler enflasyonun artmasına değil, enflasyonun artış oranına daha çok bağlıdır. Guidotti ve Rodrigez, 1992'de yayınlanan çalışmalarında Latin Amerika'daki dolarizasyon olgusu ile ilgili olarak standart para ikamesi modellerinde ele alınandan farklı bir para talebi modeli önermişlerdir. Buna göre ulusal para talebi enflasyon oranının esnek bir fonksiyonu olmakla beraber, belli bir enflasyon oranının üzerindeki bütün muamelelerin yabancı para cinsinden olma olasılığı da modele dahil edilmiştir.[11]

Genelde Latin Amerika ülkelerinde dolarizasyon süreci bir kez başladıktan sonra geri dönülmez bir yola girmektedir. Enflasyonun belli bir oranın üzerine çıkması durumunda başlayan dolarizasyonu takiben uygulanan istikrar politikaları sonucunda enflasyon düşürülse dahi dolarizasyon düzeyinde bir değişme olmamaktadır.

(Guidotti ve Rodriguez, 1992))'de Latin Amerika ülkelerindeki dolarizasyonla ilgili olarak söylenen, ulusal paranın dolara transfer olmasında önem verilmesi gereken olgunun fırsat maliyeti ve değişim maliyeti olduğu yolundadır. Peso'dan dolara geçişte yurtiçi ve yurtdışı enflasyon oranları arasındaki fark önemli olmakla birlikte, dolarizasyon oluştuktan sonra yurtiçi enflasyon oranının düşmesi mutlaka peso'ya yeniden dönüş yapılacağını ima etmemektedir. Dolarizasyonun değişim maliyeti enflasyon bandında öyle bir aralık oluşturur ki bu aralıkta ulusal para ve dolar birbiriyle ikame edilmez. Bir başka deyişle, belli bir

[11] Modelle ilgili ayrıntı için bkz (Guidotti ve Rodriguez, 1992)

aralıkta enflasyonun azalıp artması dolarizasyona ya da yeniden dolarizasyona neden olmaz.

Latin Amerika ülkelerindeki dolarizasyon olgusuna standart dışı yaklaşan bir çalışma da (Melvin & Lodman, 1991)dir. Sözkonusu çalışma Latin Amerika'ya dolar girişinin daha ziyade illegal yollarla olduğunu vurgulamakta, dolarizasyon ile uyuşturucu ticareti arasındaki ilişkiyi test etmektedir.[12]

1.7.3. Enflasyonist Finansmanla İlgili Para İkamesi Çalışmaları

Enflasyon vergisi, gelişmekte olan ülkelerin çoğunda hükümetlerin en önemli gelir kaynaklarından biridir.

Enflasyon vergisinin optimal vergi politikasının bir parçası olup olmaması gerektiği konusuna ilk dikkati çeken ve para ikamesi olgusuna kamu finansmanı açısından yaklaşan (Phelps, 1973)'dür.

Para ikamesinin bulunduğu ekonomilerde optimal enflasyon vergisini tartışan çalışmalar ise (Vegh. 1989a), Kimbrough, 1991), (Guidotti & Vegh 1993) (Savastano, 1992)'dir.[13]

Kahan & Ramirez - Rojas 1986) para ikamesinin varlığının reel para talebini enflasyon oranına daha duyarlı hale getirerek gelir maksimizasyonunu azaltıcı bir

---

[12] Ayrıntılı bilgi için bkz (Melvin & Lodman, 1991)

[13] Ayrıntılı bilgi için bkz (Vegh, 1989a), (Kimbrough, 1991), (Guidotti & Vegh, 1993), (Savastano, 1992).

enflasyon oranına yol açtığını iddia etmekte (Bufman & Liederman, 1992) ise, optimizasyon modelleri ile konuya yaklaşmaktadır.[14]

(Kimbrough, 1986), değişim maliyetlerini ele alarak konuya yaklaşmaktadır.[15] (Vegh, 1993)'de enflasyon vergisine ilâveten, hükümetin tüketim vergisinden ziyade gelir vergisi uyguladığı varsayılmakta ve bu düzenlemenin para ikamesinin enflasyonist finansman üzerindeki etkileri açısından önemli göstergeler elde etmeye yaradığı açıklanmaktadır.

Enflasyonist disiplin açısından bir diğer çalışma da Canzoneri ve Diba tarafından 1992'de yayımlanmıştır. Sözkonusu çalışmada Avrupa Topluluğu (AT) ülkelerindeki para ikamesi incelenmiştir. Bulgulara göre para ikamesi arttıkça enflasyon oranları düşme göstermekte, ancak rekabetçi olan bu oranların optimal olup olmadığı hususunda bir kanıt bulunamamaktadır. Canzoneri ve Diba, AT ülkeleri ile ilgili olarak oluşturdukları para ikamesi modeliyle bu ülkelerdeki ulusal paraların tam ikame olması durumunda enflasyon farklılıklarının (enflasyon vergisi) gelirlerini nasıl etkilediğini göstermeye çalışmışlardır.[16]

---

[14] Ayrıntılı bilgi için bkz (Kahan & Ramirez-Rojas 1986), (Bufman & Liederman 1992).
[15] Ayrıntılı bilgi için bakz (Vegh 1993), (Vegh, 1995), Kimbrough, (1986)
[15] Ayrıntılı bilgi için bkz (Canzoneri ve Diba,1992)

1.8. POLİTİKA UYGULAMALARI VE PARA İKAMESİ

Dolarize olmuş ekonomilerde politika seçeneklerinin uygulanabilirliği tartışması politikalarla ilgili olarak tek bir politika seçeneğini benimsemek yerine farklı politikaların karışımı bir seçeneğin tercih edilmesinin daha başarılı olacağını göstermektedir. Ancak vurgulanması gereken nokta hangi tür politika veya politika karışımı seçilirse seçilsin politikaların inanırlığının ve güvenilirliğinin son derece önemli olduğudur. Ayrıca özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından yapısal nedenlerden kaynaklanan dolarizasyon sorununun yapısal reformlar yapılmadan çözülmeye çalışılması durumunda kısa vadede elde edilen başarının daha uzun vadede sorunu daha da büyüterek gündeme getirebileceği de ihmal edilmemelidir. Para ikamesinin en ileri aşaması olan sermaye kaçışı sözkonusu ülkelerde yapısal sorunların çözümlenmemesi nedeniyle finansal krizlerin oluşmasına neden olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerde sınırsız finansal serbesti gelişmemiş mali piyasalar nedeniyle tehlikeli olabilmektedir. Bu nedenle uygulanan politikalara ilâveten sözkonusu serbestinin kısa vadeli ve spekülatif amaçlı sermayeyi sınırlayacak önlemlerle desteklenmesi, aracılık faaliyetlerinin maliyetini düşürmek amacıyla bankacılık sektörünün desteklenmesi, etkin bir vergi sisteminin oluşturulması, gelir dağılımını bozucu uygulamalardan kaçınılması akılcı bir yaklaşım olacağı hususundaki görüşler dikkat çekmektedir.

BÖLÜM II
TÜRKİYE'DE 1980 SONRASI FİNANSAL SİSTEM VE PARA İKAMESİ

2.1. FİNANSAL SERBESTİ KURAMI

1970'li yılların başlarına kadar Keynesyen politikalar uygulayan ve sanayileşmelerini devletin ekonomiye müdahaleleri çerçevesinde ithal ikamesi politikalarla gerçekleştirmeye çalışan gelişmiş ülkelerde finansal piyasalar da devlet müdahalesine açık olarak işlemiştir.

1970'li yıllarda gelişmiş ülkelerde ortaya çıkan bunalım sonucu ilk serbestleşme hareketleri başlamış ve Keynesyen yaklaşımlara ciddi anlamda eleştiriler de bu dönemde oluşmuştur. McKinnon-Show'un Finansal Baskı Kuramı'na göre gelişmekte olan ekonomilerde kalkınmayı sınırlayan en önemli kısıt yatırımların finansmanı için gerekli olan tasarrufların ve kullanılabilir fonların yetersizliğidir. Dolayısıyla faiz, döviz kuru, sermaye gibi unsurlar üzerinde bulunan finansal baskıların kaldırılması yoluyla finansal sistemin serbestleşmesi ekonomide tasarruf oranını arttırarak mevcut kaynaklar daha üretken yatırım alanlarına yönlendirilebilecektir. Sözkonusu kuramda kastedilen finansal serbestleşme iç ve dış finansal serbestleşme olarak ikiye ayrılmaktadır.

İç finansal serbestleşmenin temel ögesi ekonomide tasarruf eğilimini arttıracağı, büyümeyi teşvik edeceği ve fon fazlası olan birimleri bankacılık sistemine yönlendireceği düşünülen pozitif reel faiz politikasıdır. Dış finansal

serbestleşme ise sermayenin yurtiçi ve yurtdışında hiçbir kısıt olmadan serbestçe hareket edebilmesini ifade etmektedir. Böylelikle yurtiçi yerleşikler uluslararası finansal işlemler için yurtdışından borçlanma, yabancılar ise yurtiçindeki piyasalara kredi açma, yatırım yapma, sermaye transfer etme hakkına sahip olabilmekte, banka mevduatları ve kredi gibi işlemlerde yabancı para kullanılabilmektedir. Dış finansal serbestleşmenin yurtiçi faiz oranları ve döviz kurları üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Bunun en önemli nedeni istendiğinde yurtiçi ve yurtdışı kaynaklı fonların birbiri yerine ikame edilmesinin mümkün olması dolayısıyla ekonomide para ikamesi olgusunun ortaya çıkmasıdır.

1980'li yıllardan itibaren çok sayıda gelişmekte olan ülkede finansal serbestleşmenin belirlediği çerçevede köklü değişikliklere gidilmiş ancak sözkonusu ülkelerin çoğunda enflasyon, gelişmemiş mali piyasalar, kamu kesimi borçlanma gereğindeki artışlar ve belirsizlik gibi faktörlerin de etkisi ile ulusal paraların değer saklama fonksiyonuna ilâveten muamele ve değer ölçme fonksiyonları da yitirilerek yabancı para talebi artmış ve dolarizasyon süreci hızlanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki açıklar uluslararası piyasalardan fon temin edilerek kapatılmak istendiğinde, yabancı para girişi yüksek faiz ve daha düşük kur artışına bağlı olarak gerçekleştiğinden sözkonusu fonlar giderek kısa vadeli ve spekülatif amaçlı alanlara yönlenmiş, yatırım ve üretime kanalize edilememiştir. Spekülatif amaçlarla kullanılan fonların tekrar ülke dışına çıkması ile iktisadi dengeleri zaten bozuk olan bu ülkelerde istikrarsızlığın boyutları daha da artmıştır. Artan istikrarsızlık ortamı çok daha büyük boyutlu sermaye kaçışlarına neden olurken finansal piyasalarda da krizler yaşanmıştır.

2.2. TÜRKİYEDE 1980 DÖNÜŞÜMÜ, FİNANSAL SERBESTLEŞME VE PARA İKAMESİ

1970'li yıllarda dünya ekonomisinde görülen serbestleşme akımlarına karşılık Türkiye, bu gelişimin dışında kalarak gelişmesini sürdürmeyi denemiş, kaynakların daraldığı, maliyetlerin yükseldiği bu dönemde kendi olanakları ile finanse etmesi zor olan yatırım ve kalkınma hamlesine yönelmiştir. 1970'lerin ilk yarısında siyasi çekişme ve istikrarsızlıkların da etkisi ile dünya ekonomik krizini yeterince algılayıp önlem alma olanağı bulamayan Türkiye'deki kalkınma hamlesi 1976 yılından sonra tıkanmış ve kendini devam ettirme olanağını yitirmeye başlamıştır. İthal ikamesi anlayışı ile yapılanan ekonomi artan petrol fiyatları ile petrol ithalatını dahi karşılayamayarak dış borç sıkıntısına düşmüştür. 1978 yılından itibaren istikrar önlemleri uygulanmasına rağmen ihracatın yeterince arttırılamaması ve dış kaynak bulma olanaklarının daha da daralması sonucu dış açıklar ithalat kısıtlaması ile azaltılmaya çalışılmıştır. Bu ise sanayide kapasite kullanım oranlarını ve üretimi düşürmüş ve işsizliği arttırmıştır. 1979 yılı sonlarında dış kaynağa olan ihtiyacın şiddetle artması Türkiye'nin iktisat politikalarında radikal bir değişimin zorunlu hale geldiğini ve dünya ekonomisi ile yeni bir bütünleşme sürecine girmenin gerekliliğini savunan görüşlerin yoğunluk kazanmasına neden olmuştur.

24 Ocak 1980 İstikrar Tedbirleri[17] olarak anılan ve Türkiye iktisadi tarihinin dönüm noktasını oluşturan kararlar ekonomide serbest piyasa ekonomisine geçişin

[17] Ayrıntılı bilgi için bkz: Berksoy (1995); Berksoy, Boratav (1993).

ilk aşamasıdır. Uygulamaya konan sözkonusu kararlarla 1980 öncesi dönemin "sabit döviz kuru", "negatif faiz" politikalarından "esnek döviz kuru", pozitif reel faiz" politikalarına geçilmiş, ayrıca planlama fikrinden vazgeçilerek sınai üretim de piyasa koşullarına bırakılmıştır.

24 Ocak 1980 İstikrar Tedbirleri ile başlayan finansal reform süreci içinde 1980 yılında faiz hadlerinin, 1984 yılında döviz alım ve satımının, 1989 yılında ise kambiyo kontrollerinin kaldırılarak yurtiçi ve yurtdışı sermaye hareketlerinin serbest bırakılması önemli adımlar olmuştur.

Döviz girdilerinin artmasına yönelik olarak dışa açılmayı hedefleyen 24 Ocak kararları ile kambiyo rejiminde yapılan değişiklik önemlidir. Bu bağlamda 1962'den beri yürürlükte bulunan 17 sayılı kararda yapılan değişiklik ve 25 sayılı karar çerçevesinde ilki Ocak 1980'de büyük olmak üzere yapılan diğer mini devalüasyonlar ile kambiyo rejiminde kısmî bir serbestleşme sağlanmış ve sürünen kur sisteminden katlı kur uygulamasına geçilmiştir.

Kısmi serbestleşme paralelinde tasarrufların dövize yönelebilecek kısmını mali sisteme kazandırabilmek için bankalara döviz pozisyonu tutma serbestisi Haziran 1982'de gerçekleştirilmiştir. Ancak bankaların serbestçe döviz alım satımı yapabilmeleri ve yurtiçi yerleşiklerin yurtiçi bankalarda döviz tevdiat hesabı açabilmeleri ve döviz kredisi kullanabilmeleri Aralık1983'deki 28 sayılı karar çerçevesinde olmuştur.[18]

---

[18] Ayrıntılı bilgi için bkz: Berksoy (1995); Berksoy, Boratav (1993)..

28 sayılı kararla döviz işlemlerinin serbestleşmesi ile devam eden ve Türk Lirası'nı destekleyen faiz politikası sonucu göreli olarak bir döviz bolluğu olmuştur. Haziran 1985'de bankalara döviz ve efektif alış-satış kurlarını serbestçe belirleme yetkisinin verilmesi ve Aralık 1985'de ise bankaların ihracat ve görünmeyen kalemler nedeniyle yaptıkları döviz alımlarının % 20'sinin TCMB'ye devrini düzenlemeye alan zorunlu döviz uygulaması başlatılmıştır.

1980 yılında başlayan finansal reform süreci içinde finansal kesime yönelik düzenlemelerin[19] büyük bir kısmı 1986 yılına kadar tamamlanmıştır. Bunlar içinde 1982 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu, 1985 yılında çıkarılan Bankalar Kanunu, 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın açılışı önemli adımlardır.

Türk finansal sisteminde önemli ağırlığa sahip olan bankacılık sektörü yapılan reformlarla güçlenmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu da bankalara mevcut olan sermaye piyasası işlemlerinin tümünü yapabilme olanağı tanıyarak bankaların finansal sistem içindeki ağırlığının artmasına yardımcı olmuştur.

1984 yılından itibaren döviz alım ve satımının serbest bırakılması ve yurtiçi yerleşiklere yurtiçi bankalarda döviz tevdiat hesabı açtırabilme hakkının tanınmasının ardından bankaların döviz tevdiat hesaplarında gözle görülür bir artış

[19] Ayrıntılı bilgi için bakz: Saraçoğlu (1997)

başlamıştır. Bu gelişme daha sonraki yıllara da yansıyan ve Türkiye'de para ikamesi sürecini başlatan önemli bir oluşumdur.

1985 sonrası dönemin finansal kesim açısından önemli bir diğer gelişmesi de devletin gittikçe artan ölçülerde finansal piyasalara girmesidir. Kamu açıklarının karşılanmasında Merkez Bankası kaynakları yerine kamu borçlanmasının kullanılması ve 1986 yılından itibaren Hazine'nin düzenli olarak borçlanmaya başlaması ile dış borç stoku yanısıra iç borç stoku da büyük artış göstermiştir. İç borç faiz ödemelerinin toplam bütçe gelirleri içindeki payı 1986'da % 9.1 iken 1989'da % 17.9'a,–1993'de % 26.3'e, 1996'da ise % 49.2'ye yükselerek 1997'de % 33.8 olmuştur. 1986 sonrası ihraç edilen menkul kıymetlerin ise özellikle kamu kesimine ait tahvil ve hazine bonoları ağırlıklı olması devletin finansal piyasalardaki ağırlığını açıkça—gözler önüne sermektedir.[20] Kamu açıklarının iç borçlanma yoluyla finansmanına ağırlık verilmesi kamu açıklarını arttırırken reel faiz hadlerinin de ekonominin reel büyüme oranının üstüne çıkmasına yol açmıştır.

1980 sonrası düzenlemelerin finansal piyasalar açısından kuşkusuz en önemlisi Ağustos 1989'da yürürlüğe giren 32 sayılı karardır.[21] Böylece finansal serbesti sürecinin alt yapısı da tamamlanmıştır. Sözkonusu kararla yurtdışındaki yerleşiklerin Türk Lirası cinsinden menkul kıymetleri, yurtiçi yerleşiklerin yabancı menkul kıymetleri alıp satmaları, döviz alımı ve satımı ,yurtdışına döviz çıkarılması, döviz üzerinden sermaye ihracı tamamen serbestleşmiştir.

---

[20] Bkz: Ek Tablo (1,2,3)
[21] Ayrıntılı bilgi için bkz: Saraçoğlu (1997)

Pozitif reel faiz politikası 1990 yılı sonrasında da devam etmekle birlikte gerçekleşen faizler döviz kuru artışının üstünde seyretmiştir. Bu suretle bir yandan 1984 sonrası ekonomide giderek etkisi artan para ikamesi sürecinin tersine çevrilmesi bir yandan da ülkeye sermaye girişinin teşviki amaçlanmıştır.

Ekonomideki serbestleşme hareketlerine paralel olarak yabancı sermaye ile ilgili gelişmeler incelendiğinde portföy yatırımlarının IMKB'nın açıldığı 1986 yılında başladığı, sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştiği 1989 sonrasında da devam ettiği ,zaman zaman konjonktürdeki dalgalanmalara bağlı olarak düşüşler gösterse de genel olarak artış eğiliminde olduğu görülmektedir. Bankacılık sektörü kanalıyla sağlanan krediler ve döviz tevdiat hesaplarından oluşan diğer kısa vadeli sermaye hareketleri ise ekonominin büyüme dönemlerinde artış, kriz dönemlerinde ise düşüş göstermektedir. Büyüme hızının % 8.1, % 8, % 7.1 olarak gerçekleştiği 1993, 1995 ve 1996 yıllarında diğer kısa vadeli sermaye olarak ülkeye sırasıyla 3.034 milyon, 3.713 milyon ve 5.945 milyon ABD Doları döviz girişi olması da büyümenin dış kaynaklı olduğunun kanıtıdır. Ek Tablo (4).

T.C. Merkez Bankası verilerine göre net giriş rakamları bileşenleri itibariyle incelendiğinde portföy yatırımlarının ağırlıklı olarak sermaye piyasalarından sağlanan kredilerden, diğer kısa vadeli sermaye hareketlerinin ise ticari bankalar ile diğer sektörlerin aldığı kredilerden oluştuğu görülmektedir. Bu durum 1990 yılı ve sonrasında Hazine'nin yurtiçi piyasalardan görünmekle birlikte aslında yurtdışı piyasalardan borçlanmakta olduğunu göstermektedir. Yurtiçinde oluşan yüksek Türk Lirası faizler sonucu ticari bankaların ve diğer kuruluşların yurtdışından aldıkları

krediler ve ticari bankaların döviz tevdiat hesaplarından elde ettikleri kaynaklarla döviz pozisyonlarında açık yaratarak yurtiçinde Hazine bonosu ve devlet tahvili gibi kamu menkul kıymetlerine yatırım yapmaları da bu tespiti doğrular niteliktedir.

Sonuç olarak ; 1989 yılında uluslararası sermaye hareketlerinin tamamen serbestleşmesine paralel olarak 1990 yılı ve sonrasında ülkeye kısa vadeli sermaye girişi artmış ancak sözkonusu kaynaklar artan iç ve dış borçların finansmanında kullanılmış, ithalat bu yolla finanse edilmiş ve dış ticaret açıkları artış göstermiştir. 1993 yılında Türk Lirası faiz ile döviz kuru arasındaki marjın giderek açılması ve faizlerin düşürülmesi için Aralık 1993'de birkaç bono ihalesinin iptal edilmesi 1994 yılı finansal krizinin oluşmasında önemli rol oynamıştır. 1994 yılı gerek ülkeden büyük boyutlu sermaye kaçışının gerekse Türk Lirası'ndan kaçışın da üst seviyeye ulaştığı bir yıl olmuştur.

1990 yılı ve sonrasında tersine çevrileceği düşünülen para ikamesi olgusunun istenilen ölçüde önlemediği, döviz kuru artışı üzerinde reel getiri sağlayan Türk Lirası faizlerin yurtiçi tasarrufları belli ölçülerde Türk Lirası cinsinden finansal varlıklara yönlendirdiği ancak kronikleşen belli bir döviz talebinin kırılamadığı söylenebilir. Döviz ve Türk Lirası mevduata alternatif olarak ortaya çıkan Türk Lirası cinsinden diğer yatırım araçlarına olan talepte artış görülmekle birlikte (repo, hazine bonosu, devlet tahvili vs) kısa vadeli yabancı sermayenin ülkeye girerek spekülatif amaçlı yatırımlara yönlenmesi ve oluşan kriz ortamlarında tekrar yurtdışına çıkışı yurtiçi tasarruf sahiplerinin ekonomideki istikrar beklentisi

umutlarını kırmış ve Türk Lirası'na olan güvenin sarsılmasına bağlı olarak kronikleşmiş döviz talebi durdurulamamıştır.

2.3. REEL FAİZ POLİTİKASI-TÜRK LİRASI VE DÖVİZ BAZINDA GETİRİ İLİŞKİLERİ

1980 yılında başlayan finansal serbesti süreci içinde uygulamaya konan düzenlemelerin de etkisiyle 1985 yılına kadar döviz cinsinden varlıklar diğer finansal varlıklardan daha yüksek getiri sağlamıştır. Ancak bu tür varlıkların yurtiçi yerleşikler açısından kullanılabilmesi 1984 sonrasındaki kambiyo rejimi değişikliği ile gerçekleşmiştir. 1985-1987 döneminde daha kontrollü bir faiz ve kur politikası izlenmesi sonucunda yurtiçi faiz hadleri ile döviz kurunun genellikle birbiri ile paralel gittiği ancak 1988-1992 döneminde aykırı yönde hareket ettiği gözlenmiştir. Bunun en önemli nedeni T.C. Merkez Bankası'nın faiz ve kur belirlemek üzere yeni modeller geliştirmesi ve 1989 yılında 32 sayılı kararla tamamen serbestleşen kambiyo rejimidir.

Türkiye'de para ikamesinin 1990 sonrasında da devam ettiği bilinmekle beraber sözkonusu durumun finansal göstergelerle ortaya konması gereklidir. Ancak bundan önce 1990 sonrası Türk Lirası ve döviz bazında çeşitli vadelerde gerçekleşen reel faizlerin birbiri ile mukayeseli olarak gözler önüne serilmesinde fayda görülmektedir. Bu amaçla hazırlanan Ek Tablo 5-6-7-8-9, Türk Lirası ve döviz (ABD Doları) mevduat (1 ay, 3 ay, 1 yıl vadeli) ile hazine bonosu cinsinden yapılan yatırımlarda elde edilen reel getirileri ve Türk Lirası mevduat, hazine bonosu ve

döviz getirileri arasında oluşan reel faiz marjlarını göstermektedir. Analiz 1990-1997 üçer aylık dönemleri itibariyle yapılmış olup elde edilen önemli sonuçları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.

- 1994 Finansal Kriz yılı hariç Türk Lirasına yapılan yatırımların tümünde (3 ay, 6 ay, 1 yıl vadeli) bazı üç aylık dönemlerde negatif reel getiri elde edilmesine rağmen yıllık bazda (kümülatif) bakıldığında pozitif reel faiz getirisi elde edilmiştir. Ancak zaman içinde pozitif reel faiz getirileri kısa vadeden uzun vadeye (3 ay ve 6 aydan 1 yıl vadeye doğru) gidildikçe artış göstermektedir.

- Türk Lirası'nın dövize yatırılması durumunda en yüksek faiz getirisi 1994 finansal kriz yılına denk gelmektedir. Gene aynı yıl 6 ay ve 1 yıl vadeli döviz tevdiat hesaplarının reel faiz getirisi daha yüksek olmuştur.

- 1990 yılında tüm vadelerde döviz tevdiat hesaplarının reel faiz getirisi negatif olmuştur. Bu durum 32 sayılı kararla finansal piyasaların tamamen dışa açılması ve sermayeyi yurtiçine çekebilmek amacıyla Türk Lirası'na daha yüksek prim verilmesinden kaynaklanmıştır.

- 1991, 1992, 1993 yıllarında döviz tevdiat hesapları tüm vadelerde yıllık bazda pozitif reel getiri sağlamış olmasına rağmen 3'er aylık dönemler itibariyle Türk Lirası cinsinden mevduatların aynı dönemlerdeki reel getirilerinden daha az olmuştur.

- 1995 yılı, finansal kriz ertesine rastladığından tüm vadelerde döviz tevdiat hesaplarının reel getirileri yılın ilk iki üç aylık dönemlerinde negatif olmuş daha sonra pozitife dönmesine rağmen yılı reel kayıpla kapamıştır. Bu durum 1994 yılında

çok fazla artan döviz kurunun 1995 yılında baskı altında tutulmasından kaynaklanmıştır.

- 1996 ve 1997 yıllarında tüm vadelerdeki döviz tevdiat hesapları pozitif reel faiz getirisi elde etmiş olmasına rağmen genelde aynı vadelerdeki Türk Lirası mevduatların reel getirilerinin altında reel getiri sağlamıştır.

- Türk Lirası'nın döviz yerine Türk Lirası cinsinden mevduata yatırılması durumunda yaratılan reel faiz marjları 1994 yılı hariç tüm vadelerde yıllık bazda pozitiftir. (1991 ve 1994 yılları hariç). 1991'in körfez krizi, 1994'ün finansal kriz yılı olduğu düşünüldüğünde sonuçlar tutarlı bulunmaktadır.

- 1994 yılından sonraki yıllarda Türk Lirası cinsinden mevduatların döviz mevduatlara alternatif olarak yarattığı faiz marjlarının kısa vadeden uzun vadeye gidildikçe arttığı görülmektedir. Bu durum 1995 ve 1996 yıllarında daha belirgin olup 1994 yılı sonrasında Türk Lirası bazında uzun vadeye daha çok prim verildiğinin bir göstergesidir. Aynı durum 1997'de gözlenmekle birlikte vadeye bağlı olarak aradaki fark biraz daha azalmıştır.

- Döviz yerine hazine bonosuna yapılan yatırımlar 1991 körfez krizi, 1994 finansal kriz yılı hariç tüm vade türlerinde dövize oranla daha fazla reel getiri sağlamıştır. Ancak 1994 sonrasında hazine bonosuna yapılan yatırımlarda yaratılan reel faiz marjlarının Türk Lirası cinsinden mevduatlarda yaratılan faiz marjlarına göre daha yüksek olması ve Hazine'nin giderek uzun vadeli borçlanma yapamaması önemli diğer bulgulardır. Hazine 1994 kriz yılından itibaren yıllık bazda borçlanmakta zorluk çekmiş, daha sonra bu durum 6 ay ve 3 ay vade için de geçerli olmuştur. Vadeler aylık bazlardan günlük bazlara kaymıştır.

- Ek Tablo 10,11 ve 12 3 aylık, 6 aylık ve 1 yıllık vadelerde 1990 yılı başında Türk Lirası mevduat ve dövize yatırılan 100 milyon TL'nın 1997 yılı sonundaki birikimli nominal değerleri ve TEFE ile indirgenmiş birikimli reel değerleri verilmiştir. Analiz sonuçları aşağıda özetlenmiştir.

- 1990 yılı başında Türk Lirası veya ABD Dolarına yatırılan 100 milyon TL, tüm vadelerde 1997 yılı sonunda reel olarak değer kazanmıştır. En yüksek nominal ve reel getiri 3 aylık vadelerde Türk Lirası mevduata yatırım yapılması ile elde edilmiştir. 3 aylık vadede Türk Lirası ve ABD Doları arasındaki getiri farkı 1994 yılından sonra oransal olarak daha da artmıştır. En düşük nominal ve reel getiri 1 yıllık vadelerde ve gene Türk Lirası mevduata yatırım yapılması ile elde edilmiştir.

- ABD Doları bazında 3 aylık, 6 aylık ve 1 yıllık mevduat hesaplarının vade sonunda nominal değerleri birbirine daha yakın rakamlara ulaşırken kısa vadeden uzun vadeye doğru artış göstermektedir.

- Türk Lirası bazında 3 aylık, 6 aylık ve 1 yıllık mevduat hesaplarının vade sonundaki nominal değerleri seçilen vade kısaldıkça daha büyük oranda artmaktadır. 3 aylık mevduat ile 1 yıllık mevduat arasında vade sonundaki nominal değer farkı % 60'a yakındır.

Yukarıdaki bulgular Türkiye ekonomisinde 1980 yılından itibaren girilen finansal reform sürecinin son basamağı olan 1989 yılındaki 32 sayılı karar sonrasında da tüm yatırım türlerinde reel faiz politikasının devam ettiğini ancak Türk Lirası'nın reel getirisinin dövize oranla daha fazla olduğunu göstermektedir.

2.4. TÜRKİYE'DE PARA İKAMESİNİN FİNANSAL GÖSTERGELERİ

Türkiye ekonomisinde özellikle 1984 sonrası başlayan para ikamesi 1980'li yılların sonuna kadar büyük bir ivme kazanmıştır. 1989 yılındaki 32 sayılı kararın ardından 1990'lı yıllarda tersine döneceği beklenen dolarizasyonun beklendiği gibi tersine dönmediğini, Türk Lirası ile döviz arasında Türk Lirası lehine oluşan reel getiri avantajına rağmen bundan bağımsız bir döviz talebinin mevcudiyetini gösterebilmek açısından bakılabilecek önemli kıstaslardan biri bankalardaki mevduatların dağılımı ve yıllar itibariyle artış oranlarındaki gelişmedir.

Tablo 1'den izleneceği üzere döviz tevdiat hesapları (DTH), Türk Lirası vadeli ve vadesiz mevduatların tümünde yıllar itibariyle hacimsel olarak artış sözkonusudur. Bu artışlarda pozitif reel faizlerin etkisi olmakla birlikte artış hızlarının fazla olduğu dönemlerde reel GSMH (büyüme hızı)'nın da yüksek bir seyir izlediği görülmektedir. Dolayısıyla mevduatlardaki hacimsel artışlarda aynı zamanda gelir etkisinin de payı olduğu söylenebilir. (1991 Körfez Savaşı ve 1994 Finansal Kriz Yılı hariç).

1986 - 1988 döneminde döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduatlar (yurtiçi DTH + vadeli mevduat + vadesiz mevduat) içindeki payı % 15.44'den % 27.15'e yükselirken, vadeli mevduatların toplam mevduat içindeki payı % 60.97'den % 53'e düşmüştür. Vadesiz mevduattaki gelişme ise daha dalgalı bir seyir izlemekle birlikte toplam mevduat içindeki payında düşme sözkonusudur. 1988 yılında Türk

Lirası'nın getirisinin yüksek olması döviz tevdiat hesaplarındaki artış hızının düşmesine ve vadeli mevduatlardaki artış hızının yükselmesine neden olmuştur. 1989 yılında 32 sayılı kararla finansal sistemin tamamen serbestleşmesi, ve yüksek faizlerin sürmesi Türk Lirasına olan yurtiçi ve yurtdışı talebi arttırarak döviz tevdiat hesaplarındaki artış hızını bir önceki yıla göre düşürmüştür. Aynı durum 1990 yılında da devam etmiştir. 1990 yılında TL. faizleri bir miktar düştüğü halde döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduat içindeki payının 1989 yılına göre arttığı ancak önceki yılların altında kaldığı, buna karşılık döviz tevdiat hesaplarının GSMH içindeki payında düşme olduğu (TCMB verilerine göre 1988'de % 5.81, 1990'da % 4.71) görülmektedir. Bu durum tasarruf sahiplerinin tasarruflarını başka alanlarda değerlendirmeyi tercih ettiklerini göstermektedir. Gerçekten de bu dönemlerde ortaya çıkan alternatif yatırım araçlarının getirilerinin cazip olması tasarrufların bir kısmının Türk Lirası ve döviz tevdiat hesaplarından kaymasına neden olmuştur. 1991 yılından sonra sözkonusu durumun benzer şekilde devam etmediği Tablo 1'den izlenebilmektedir. 1991, Körfez Krizinin etkili olduğu yıl olarak bilinmektedir ve Türk Lirası mevduat hesaplarının toplam mevduatlar içindeki payı azalırken, döviz tevdiat hesaplarının payında artış izlenmektedir. Bu gelişme tasarruf sahiplerinin ihtiyat amacıyla aldıkları kararların sonucu olarak değerlendirilebilir. Ancak aynı değerlendirmeyi sonraki yıllar için yapmanın doğru olmayacağı düşünülmektedir. Bir başka deyişle, 1992 ve sonrasında döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduatlar içindeki payında görülen artış ile Türk Lirası cinsinden mevduatların payındaki düşüş 1990 yılı ve sonrasında döviz kuru artışının üzerinde gerçekleşen Türk Lirası faizlere rağmen devam ettiğine göre bu davranışın altında yatan nedenlerin daha ihtiyatlı bir şekilde değerlendirilmesini gerektirir. Ayrıca sadece toplam mevduatlar

içinde döviz tevdiat hesaplarının payının artması ve Türk Lirası cinsinden mevduatların payının azalmasına bakarak ekonomide dolarlaşma oranının arttığı şeklinde bir değerlendirme yapmak da hatalı olacaktır. Çünkü Türk Lirası cinsinden diğer yatırım araçlarının da dahil olduğu ve finansal sistemin bütününü daha iyi yansıtan finansal varlıklar içinde dövizin payının artması sözkonusu ise dolarlaşma da artıyor demektir. Bu nedenle ekonomide dolarlaşmanın arttığını gösteren daha anlamlı kıstaslara ihtiyaç vardır.

1980 sonrasında mevduatların yapısındaki hacimsel ve oransal değişiklikler yanısıra vade yapısında da değişimler olmuştur. Giderek uzun vadeden kısa vadeye doğru bir kayma sözkonusudur ve bu durum Türk Lirası mevduatlarda daha belirgindir. Bu gelişmenin en önemli nedeni ekonomideki istikrarsızlıkların tasarruf sahipleri açısından uzun vadeli tahminlerde belirsizlik yaratması ve alternatif yatırım araçlarının ortaya çıkması ile daha cazip seçenekler elde edebilme olanağına sahip olma beklentileri olduğu söylenebilir.

TABLO: 1 MEVDUATLARIN DAĞILIMI

YILLAR	YURTİÇİ DTH Milyar TL	Yıllık Artış (%)	VADELİ MEVDUAT Milyar TL	Yıllık Artış (%)	VADESİZ MEVDUAT Milyar TL	Yıllık Artış (%)	TOPLAM MEVDUAT Milyar TL	REEL GSMH ARTIŞI (%)	DTH/TOPLAM MEVDUAT (%)	VADELİ MEV. / TOPLAM MEV (%)	VADESİZ MEV./ TOPLAM MEV. (%)
1986	1.653		6.530		2.527		10.710	6.08	15.44	60.97	23.59
1987	4.068	146.09	8.209	25.71	3.689	46.03	15.967	9.8	25.48	51.41	23.11
1988	7.504	84.45	14.648	78.42	5.3487	48.72	27.638	1.4	27.15	53.00	19.85
1989	10.966	46.13	28.137	92.09	10.933	99.25	50.035	1.6	21.92	56.23	21.85
1990	18.717	70.68	41.391	47.11	15.145	38.52	75.253	9.3	24.87	55.00	20.12
1991	48.532	143.27	70.451	70.21	21.418	44.73	137.901	0.3	33.02	51.09	15.89
1992	105.669	122.08	11.484	58.24	36.230	65.30	253.383	6.4	41.70	44.00	14.30
1993	238.574	125.77	151.697	36.07	62.307	71.98	452.578	8.1	52.71	33.52	13.77
1994	599.771	151.40	389.943	157.05	108.558	74.23	1.098.270	-6.1	54.61	35.51	9.88
1995	1.198.749	99.87	840.033	115.42	180.166	65.97	2.218.948	8	54.02	37.86	8.12
1996	2.616.787	118.29	1.892.403	125.281	439.091	143.71	4.948.281	7.1	52.88	38.24	8.87
1997	5.436.954	107.77	3.804.573	101.04	631.415	43.80	9.872.942	8.1	55.07	38.54	6.40

Kaynak: TCMB Aylık Raporlar

(*) : GSMH, DPT Temel Ekonomik Göstergeler (1985-1996) dan yararlanılarak hesaplanmıştır

Para ikamesi açısından bakılabilecek bir diğer kıstas döviz tevdiat hesaplarının M2Y içindeki payında görülen gelişmedir. Türkiye ekonomisinde özellikle1985 sonrası göze çarpan en belirgin özellik döviz hesaplarının M2Y içindeki payının (DTH/M2Y oranı) sürekli artmasıdır. Tablo 2'den sözkonusu gelişmeyi izlemek mümkündür.

TABLO: 2 DTH PARA İLİŞKİSİNDEKİ GELİŞMELER

YILLAR	DTH (Milyar TL)	M2Y (Milyar TL)	DTH/M2Y (%)
1989	10.843.3	57.982.0	18.70
1990	18.717.0	87.482.02	21.40
1991	45.532.0	156.548.0	29.9
1992	105.669.0	284.830.0	37.10
1993	238.574.0	506.637.0	47.09
1994	599.771.0	1.203.907.0	49.82
1995	1.198.749.0	2.415..070.0	49.64
1996	2.616.787.0	5.278.898.0	49.57
1997	5.496.971.0	10.496.971.0	51.80

Kaynak: TCMB Yıllık Raporlar

Döviz tevdiat hesaplarının M2Y içindeki payının yıllar itibariyle sürekli artması para ikamesini vurgulamak açısından bir kıstas olabilir ancak yeterli değildir. Bunun nedeni M2Y parasal büyüklüğü finansal sistemin tamamını kapsamamaktadır. M2Y'nin içinde bankaların mevduat dışında topladığı fonların yer almaması ve banka dışı finansal kesimin ve bankaların aracı olmadığı fon araçlarının ihmal edilmesidir. M2Y bankacılık kesimi toplam bilançosunun yükümlülüklerinin bir kısmını ifade etmektedir. Dolayısıyla finansal sistemi daha iyi ifade eden bir göstergenin bulunması ve döviz tevdiat hesaplarının bu gösterge içindeki payına bakılması finansal sistem içinde dövizin payının ne olduğu dolayısıyla dolarizasyon hakkında çok daha iyi fikir verecektir.

Finansal sistemin büyüklüğünü daha iyi yansıtan finansal göstergeler bulmak mümkündür. M2Y + repo büyüklüğü de kullanılabilir bir gösterge olmakla birlikte bu çalışmada toplam yurtiçi mali varlıklar ele alınmıştır.

Tablo 3'de toplam yurtiçi mali varlıklar yıllar itibariyle hesaplanmıştır. Toplam yurtiçi mali varlıklar içindeki ilk kalem bankalarca şirketlere, hane halkına, kooperatiflere vs açılan kredilerin tümü ile Merkez Bankası'nın şirketlere açtığı kredilerden oluşmaktadır. Merkez Bankası'nın bankalara ve bankaların birbirlerine açtığı krediler çift sayım olmaması için dikkate alınmamıştır. Toplam yurtiçi mali varlıkların ikinci önemli kalemi menkul kıymetlerdir. Menkul kıymetler kalemi hazine bonosu, devlet tahvili, özel kesim hisse senetleri, tahvil ve finansman bonoları toplam olarak tanımlanmış, çift sayıma neden olacak yatırım araçları toplama dahil edilmemiştir. Özel finans kurumlarının sunduğu finansal araçlar toplam içinde çok düşük bir paya sahip olduğundan toplam yurtiçi mali varlıklar toplamına katılmamıştır.[22]

Tablo 4'de toplam yurtiçi mali varlıkların yıllar itibariyle artış oranları ile Türkiye açısından para ikamesini yansıtan iyi bir dolarizasyon oranı olduğu düşünülen DTH/TMV oranı izlenebilmektedir. 1986 yılı ve sonrasında toplam yurtiçi mali varlıkların hacimsel olarak sürekli artış göstermesi finansal derinleşmeye işaret ederken 1986'da % 10.60 olan DTH/TMV oranının 1997'de % 36.49 olması da para ikamesinin arttığının bir ifadesidir. Sözkonusu oranın 1990 sonrası artış hızı çok daha fazladır. Bu durum 1989 yılındaki 32 sayılı kararın ardından düşmesi beklenen

[22] Toplam yurtiçi varlıklarla ilgili ayrıntılı bilgi için bakz: Özatay, Öztürk, Sak (1996)

dolarizasyonun düşmediğinin ve döviz kuru artışının üzerinde seyreden Türk Lirası faizlerden bağımsız olarak arttığının da bir kanıtıdır.

Tablo 4'de ekonominin bütününü yansıtmak üzere kullanılan GSMH (gayri safi milli hasıla) ile DTH ve TMV ile DTH arasındaki ilişkileri yansıtan DTH/GSMH ve TMV/GSMH oranları da verilmektedir. Ekonominin bütünü içinde dövizin payını yansıtan DTH/GSMH oranı dönem içinde sürekli artmıştır. Finansal kesimin toplam ekonomi içindeki payını yansıtan TMV/GSMH oranı ise 1986-1997 döneminde % 30'lardan % 50'ler düzeyine yükselmiştir.Bütün bu göstergeler ekonomide bir yandan finansal kesimin derinleşmesi açısından gelişme sağlandığını, diğer yandan da finansal sistem içinde dövizin payının dolayısıyla dolarlaşmanın arttığını işaret etmektedir.

1980 sonrası finansal reform süreci içinde özellikle 1984 yılından itibaren dolarizasyonun hızla arttığı bir gerçektir. Ancak yukarıdaki analizden çıkan önemli sonuç aynı durumun 1989'daki 32 sayılı kararın ardından 1990 sonrasında da devam ettiğidir. Oysa beklentiler 1990 sonrasında sermaye hareketlerinin serbestleşmesine paralel olarak para ikamesinin tersine çevrileceği yönünde yapılmıştır. Her ne kadar 1990 sonrasında Türk Lirası'nın reel getirisi dövizin reel getirisinin üstünde kaldı ise de Türkiye'de Türk Lirası'nın reel getirisinden bağımsız ve "hysteresis" haline gelmiş bir döviz talebi oluşmuş ve mevcudiyetini korumuştur.

TABLO: 3 TOPLAM YURTİÇİ MALİ VARLIKLARIN DAĞILIMI (Milyar TL)												
TOPLAM YURTİÇİ	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
MALİ VARLIKLARIN DAĞILIMI												
1. BANKA KREDİLERİ	**12.355**	**19.659**	**28.668**	**43.943**	**75.302**	**130.796**	**244.421**	**453771**	**773.944**	**1.622.660**	**3. 660.766**	**7.942.956**
1.1. Merkez Bankası (Doğ. Kr.)	1.265	2.170	3.164	3.887	5.112	18.454	42.584	82.936	148.208	193.521	373.196	339.199
1.2. Ticari Bankalar	1.043	16.024	22.770	36.522	65.199	101.452	185.419	342.182	575.107	1.342.332	3.099.177	7.227.616
1.3. Kalkınma Bankaları	1.047	1.465	2.734	3.534	4.991	10.890	16.418	28.653	50.629	86.807	188.393	376.141
2. MENKUL KIYMETLER	**3.244**	**6.834**	**9.507**	**18.272**	**25.770**	**51.826**	**143.891**	**339.529**	**872.389**	**1.492.882**	**5.073.328**	**6.958.151**
2.1. Kamu Kesimi	**3.031**	**6.330**	**8.931**	**16.695**	**20.901**	**46.569**	**137.771**	**329.241**	**834.345**	**1.439.666**	**4.969.897**	**6.650.923**
a. Hazine Bonosu	1.788	3.812	5.115	7.634	8.443	34.277	75.926	179.151	637.752	1.096.321	3.722.028	3.465.362
b. Devlet Tahvili	1.243	2.518	3.816	9.061	12.458	12.292	61.845	150.090	186.593	343.345	1.247.869	3.185.561
2.2. Özel Kesim	**213**	**504**	**576**	**1.577**	**4.869**	**5.257**	**6.120**	**10.288**	**38.044**	**53.216**	**103.431**	**307.228**
a. Hisse Senedi	102	187	365	972	4.107	**4.444**	5.323	9.573	37.553	51.333	102.202	305.732
b. Tahvil	111	317	211	605	762	813	797	715	**491**	1.883	1.229	1.496
c. Finansman Bonosu	-	56	271	465	215	667	1.007	1.206	157	1.533	2.880	2.200
TOPLAM	**15.599**	**26.493**	**38.175**	**62.215**	**101.072**	**182.622**	**388.312**	**793.300**	1.646.333	**3.115.542**	**8.734.094**	**14.901.107**
BANKA KREDİLERİ/TMV (%)	**79.2**	74.2	75.1	**70.6**	74.5	71.6	62.9	57.2	47	**52.1**	41.9	**53.3**
MENKUL KIY./TMV (%)	**20.7**	25.8	24.9	**29.4**	25.5	28.4	37.1	42.8	53	**47.9**	58.1	**46.7**

Kaynak:TC Merkez Bankası Yıllık Raporlarından yararlanılarak hesaplanmıştır.

TABLO 4: YURTİÇİ DTH, TMV, M2Y VE GSMH İLİŞKİLERİ

YILLAR	YURTİÇİ DTH (Milyar TL)	DTH Artışı %	M2Y (Milyar TL)	M2Y Artışı (%)	CARİ FİY. GSMH (Milyar TL)	GSMH Artışı %	TOPLAM YURTİÇİ MALİ VAR. (TMV) (Milyar TL)	TMV Artışı %	DTH/GSMH %	DTH/TMV %	DTH/M2Y %	TMV/GSMH %
1986	1.653				51.185		15.599		3.23	10.60		30.48
1987	4.068	146.10			75.019	46.56	26.493	69.8	5.42	15.35		35.32
1988	7.504	84.46			129.175	72.19	38.175	44.1	5.81	19.66		29.55
1989	10.843	44.50	57.982		230.370	78.34	62.215	63.0	4.71	17.43	18.70	27.01
1990	18.717	72.62	87.482	50.88	397.178	72.41	101.072	62.5	4.71	18.52	21.40	25.45
1991	45.532	143.27	156.548	78.95	634.393	59.73	182.622	80.7	7.18	24.93	29.09	28.79
1992	105.669	132.08	284.830	81.94	1.103.605	73.96	388.312	112.6	9.57	27.21	37.10	35.19
1993	238.574	125.77	506.637	77.87	1.997.323	80.98	793.300	104.3	11.94	30.07	47.09	39.72
1994	599.771	151.40	1.203.907	137.63	3.887.903	94.66	1.646.333	107.5	15.43	36.43	49.82	43.35
1995	1.198.749	99.87	4.415.070	100.60	7.854.887	102.03	3.115.542	89.2	15.26	38.48	49.64	39.66
1996	2.616.787	118.29	5.278.898	118.58	14.978.067	90.68	8.734.094	180.3	17.47	29.96	49.57	58.31
1997	5.436.954	107.77	10.496.971	98.85	29.694.889	98.26	14.901.107	70.6	18.31	36.49	51.80	50.18

Kaynak:TC Merkez Bankası Yıllık Raporlarından yararlanılarak hesaplanmıştır.

2.5. 1990 SONRASI FARKLI DAVRANIŞ KALIPLARI VE PARA İKAMESİ

Türkiye'de 1984 yılından itibaren dövize olan talep artışının ve buna bağlı olarak döviz tevdiat hesaplarında görülen hacimsel ve oransal artışların 1990 yılından sonra da devam etmesinin bir başka önemli boyutu da bankacılık kesimi ile ilgilidir. Özellikle 1990'lı yıllarda ticari bankalarda döviz tevdiat hesabı açmaya devam eden tasarruf sahipleri piyasada gerçekleşen Türk Lirası faiz ve döviz kuruna karşı hassasiyeti düşük bir davranış sergilemiştir. Oysa aynı piyasa koşullarında ticari bankacılık kesiminin davranış kalıbı çok farklı gelişmiştir. Bu davranış farklılığı bankacılık kesiminin finansal yapı içinde büyük bir paya sahip olması nedeniyle ayrı bir önem arz etmektedir.

2.5.1. Ticari Bankacılık Kesimi ve Para İkamesi

Ticari bankaların bilançolarında pasifler içinde bulunan en önemli kaynaklar (özkaynakları dışında) kullandıkları krediler ile topladıkları mevduatlardan oluşmaktadır. Aktifler içinde ise menkul kıymetler ve kullandırılan krediler önemli kalemlerdir. Özellikle 1980'li yılların sonlarından itibaren ticari bankacılık kesiminin toplam bilançoları incelendiğinde aktif ve pasif yapılarında büyük değişmeler olduğu görülmektedir. Bu gelişmeler aynı zamanda para ikamesinin test edilmesi açısından da önem taşımaktadır.

Tablo 5 incelendiğinde 1988 ve sonrasında ticari bankacılık kesiminin toplam pasiflerinin içinde yabancı para (YP) pasiflerin payının büyük oranda arttığı görülmektedir. 1988 yılında % 23.40 olan oran 1997 yılında % 47.41 düzeyine ulaşmıştır. Hane halkının varlıkları bankacılık kesiminin yükümlülüklerini ifade ettiğine göre yukarıda verilen orandaki gelişme de para ikamesinin bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Ticari bankaların yabancı para pasiflerinin toplam pasifler içindeki payı artarken yabancı para pasifler içinde en önemli kalemler de mevduatlar ile temin edilen krediler (TEK) olarak kendini göstermektedir. Yabancı para mevduatların toplam mevduatlar içindeki payı 1988'de % 27.14 iken 1997'de % 49.73'e ,yabancı para olarak temin edilen kredilerin toplam temin edilen krediler içindeki payı ise 1988 yılında % 29.83 iken 1997'de % 84.78'e yükselmiştir.Temin edilen krediler bankaların kendi insiyatifleri dahinde olduğundan bu kalemdeki YP cinsinden kredi artışının önemi büyüktür. Çünkü bankaların tercihini göstermektedir.Döviz cinsinden mevduat artışı ise hanehalkının tercihini yansıtması açısından önem taşımaktadır.

TABLO: 5 TİCARİ BANKACILIK KESİMİ PASİF YAPISINDAKİ DEĞİŞMELER

YILLAR	YP PASİFLER/TOPLAM PASİFLER (%)	YP MEVDUAT/TOPLAM MEVDUAT (%)	YP TEK/TOPLAM TEK (%)
1988	23.40	27.14	29.83
1989	20.93	24.59	27.35
1990	24.60	26.07	42.65
1991	29.15	32.96	45.14
1992	35.26	38.91	53.20
1993	43.46	49.07	60.41
1994	42.20	51.02	44.30
1995	44.18	52.16	57.65
1996	44.31	46.48	78.22
1997	47.41	49.73	84.78

Kaynak: TC Başbakanlık HDTM. Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri (1988-1997)'inden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Yukarıda bahsedilen göstergeler ticari bankacılık kesimi yükümlülüklerinin 1989 sonrasında yabancı paraya kaydığını açıkça ortaya koymaktadır. Ancak bu yükümlülüklerin hangi tür varlıklara yönlendirildiğinin ortaya konması ticari bankacılık kesiminin hane halkından farklı bir davranış kalıbı sergilediğini göstermek açısından gereklidir.

Ticari bankacılık kesimi toplam bilançolarında aktifler genel olarak kullandırılan krediler, mali kurumlar, menkul kıymetler ve sabit yatırımlardan oluşmaktadır. Kredilerin toplam aktifler içindeki payı 1980 yılında % 50'ler civarında iken 1988 yılına gelindiğinde % 38.77'ye düşmüş, 1990 yılına kadar artarak % 44.79'luk bir paya sahip olmuş ve sonraki yıllarda azalma trendini

sürdürmüştür. (Tablo 6). Pasif kısmındaki mevduatlarda görülen artış eğilimi aktiflerdeki krediler açısından tam tersine bir gelişme izlemiştir. Dolayısıyla ticari bankaların gelenekselleşmiş fon toplama ve dağıtma işlevi açısından bir değerlendirme yapılacak olursa fon toplamada gösterilen başarının fon dağıtma tarafında aynı oranda sağlanamadığı söylenebilir. Bu durumda yüksek faizler nedeniyle artan kredi maliyetleri sonucu firmaların kredi taleplerindeki düşüş kadar geri ödeme riski nedeniyle bankaların kredi açmakta eskiden olduğu gibi istekli davranmamalarının da etkisi vardır. 1990'lı yıllarda kullandırılan krediler içinde tüketici kredilerinin payı artış göstermiş, vade yapısı ise kısa vadeye kaymıştır.

1980'li yılardan itibaren düşmeye başlayan ve 1990'lı yıllarda da devam eden toplam aktifler içinde kullandırılan kredilerin payındaki düşüş likit aktifler lehine gelişmiştir. Likit aktifler, nakit para, bankalar, interbank piyasası, diğer mali kurumlar, menkul kıymetler ve kanuni karşılıklardan oluşur. Likit aktifler içinde en önemli pay menkul kıymetler kalemine aittir. !980'li yıllarda başlayan kamu borçlanmasındaki artışların 1990'lı yıllara yansıması, finansal piyasalarda önemli bir paya sahip olan ticari bankacılık kesiminin elde ettiği fonları (büyük oranda döviz tevdiat hesapları ve YP temin edilen kredilerden oluşmaktadır) en büyük kısmını menkul kıymetlerin oluşturduğu likit varlıklara yönlendirmesi şeklinde olmuştur. (Tablo 6)

TABLO 6: BANKACILIK KESİMİ TOPLULAŞTIRILMIŞ AKTİF YAPISI (YP %)

YILLAR	NAKİT DEĞERLER	MALİ KURUMLAR	MENKUL KIYMETLER	KREDİLER	SABİT YAT.	MMK VE KYAK/DTH (*)	DİĞER AKTİF
1988	4.92	18.54	11.65	38.77	6.74	9.73	9.65
1989	4.31	14.57	12.90	39.98	8.09	9.63	10.52
1990	4.82	12.35	11.23	44.79	8.38	7.76	10.66
1991	4.55	13.57	12.93	41.32	7.79	6.88	12.97
1992	4.54	18.42	11.89	40.04	7.50	6.63	10.98
1993	4.60	23.34	11.38	38.53	7.07	5.79	9.30
1994	4.11	18.93	11.75	36.19	8.05	7.19	13.78
1995	4.74	17.00	10.85	39.48	7.73	7.20	13.00
1996	2.27	14.44	15.92	40.52	7.26	6.14	13.45
1997	2.12	13.63	13.57	43.68	6.47	5.65	14.88

Kaynak: TC Başbakanlık HDTM. Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri (1988-1997)'nden yararlanılarak hesaplanmıştır.

TC Başbakanlık HDTM verilerine göre bankacılık kesiminin toplam mali kesim içindeki payı 1981 yılında %86.6, 1987'de % 90'lar civarında iken 1990 sonrası borsanın payındaki artışa bağlı olarak bir miktar düşme göstermesine rağmen 1991'de % 60,1, 1991'de % 68.69, 1997'de % 68.97 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla finansal kesim içinde bankacılık kesiminin payı genel olarak yüksektir. Tablo 3 yeniden incelenecek olursa toplam yurtiçi mali varlıklar içinde banka kredilerinin payının 1986'da % 79.2 iken 1996'da % 41.9, 1997'de % 53.3 olduğu, menkul kıymetlerin payının ise 1986'da % 20.7 iken 1996'da % 58.1, 1997'de ise % 46.7 olarak gerçekleştiği görülebilir. Bu durum bir yandan toplam yurtiçi mali varlıklar içinde banka kredilerinin payının azalırken menkul kıymetlerin payının arttığını göstermekte , bir yandan da finansal kesim içinde en büyük paya sahip olan bankacılık kesiminin menkul kıymetlere yapmış olduğu yatırımların yükseldiğini açıkça ortaya koymaktadır.

Ticari bankacılık kesiminin aktif ve pasif yapısında 1980'li yıllarda başlayan ve asıl 1990'lı yıllarda gözlenen değişmeler bir arada değerlendirildiğinde ticari bankaların döviz cinsinden borçlandığı ve bu kaynakları reel kesime kaynak aktaracak kredilere plase etmek yerine menkul kıymet ağırlıklı likit varlıklara yönlendirdikleri sonucuna ulaşılmaktadır. 1990'lı yıllarda ekonomiye kısa vadeli sermaye girişini sağlayan ve döviz kuru artışı üzerinde gerçekleşen Türk Lirası faizlerden yararlanmak suretiyle döviz cinsinden yükümlülüklerini döviz cinsinden varlıklarının üzerinde tutarak açık pozisyon yaratan ticari bankalar bu yolla büyük arbitraj kârları elde etmişler. Sözkonusu açık pozisyon miktarları Tablo 7'den de izlenebilmektedir. Bu gelişmeler 1980'li yıllarda başlayan para ikamesi sürecinin 1990'lı yıllarda tersine döneceği beklentisinin gerçekleşmediğini ticari bankacılık kesimi bilançolarındaki aktif ve pasif yapısındaki değişmeleri yansıtarak gözler önüne sermektedir.

TABLO 7: TİCARİ BANKACILIK KESİMİ DÖVİZ POZİSYON AÇIKLARI

YILLAR	DÖVİZ POZİSYON AÇIĞI (Milyar ABD Doları)
1988	0.20
1989	0.65
1990	1.80
1991	1.18
1992	2.98
1993	4.75
1994	0.78
1995	2.99
1996	2.55
1997	5.28

Kaynak: TC Başbakanlık HDTM Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri (1988-1997)'ndan yararlanılarak hesaplanmıştır.

2.5.2. Hane halkı ve Para İkamesi

1984 yılından itibaren yurtiçi yerleşiklere tanınan yurtiçi bankalarda döviz açtırabilme imkânının ardından yükselişe geçen döviz tevdiat hesapları 1990'lı yıllarda da artışına devam etmiştir. 1980'li yıllarda artan oranda seyreden döviz talebi hane halkı açısından daha makul bir davranış kalıbı olarak değerlendirilebilir. Ancak 1989 sonrasında tamamen serbestleşen sermaye hareketlerinin ardından 1990'lı yıllarda döviz kuru artışının üstünde gerçekleşen Türk Lirası faizler ve dövize rakip diğer Türk Lirası yatırım araçlarına rağmen döviz tevdiat hesaplarının gerek hacimsel gerekse M2Y ve TMV içindeki payında görülen artışlar hane halkı davranışlarının rasyonelliği tartışmasını da gündeme getirmektedir.

1991 yılının Körfez Savaşı ve 1994 yılının finansal kriz yılı olması nedeniyle bu yıllardaki dövize yönelişi kişilerin ihtiyat güdüsü ile izah etmek mümkün olabilir. Ancak genel eğilime bakıldığında 1990'lı yıllarda ticari bankalara döviz hesabı açtıran tasarruf sahiplerinin bu davranışlarının piyasadaki Türk Lirası faizlere ve döviz kuruna karşı duyarlılığının çok düşük olduğu görülmektedir. Türk Lirası cinsinden yatırım yapmak döviz tevdiat hesaplarına göre daha fazla reel getiri sağlamasına rağmen Türkiye'de bundan bağımsız bir döviz talebi ortaya çıkmıştır. Oysa ticari bankaların davranış kalıpları çok farklıdır. Ticari bankaların toplam kaynakları içinde çok büyük bir paya sahip olan mevduatların (% 70 civarında) yaklaşık yarısına yakınının döviz tevdiat hesaplarından oluştuğu düşünüldüğünde sözkonusu tespitin önemi de artmaktadır. Dolayısıyla 1990'lı yıllarda döviz tevdiat hesaplarına yatırım yapan ve kayıtlarda görülmeyip yastık altında döviz tutan

tasarruf sahiplerinin bu davranışları bankacılık kesimi ile tam bir tezat oluşturmaktadır. Sözkonusu davranış kalıbının ortaya konması bu çalışmanın temel amaçları ve 1990 sonrasında para ikamesinin azalmadığının ıspatı açısından son derece önemli olup nedenlerinin araştırılması ise çok daha farklı ve geniş bir çalışmayı gerektirmekle birlikte bazı tespitler yapmak yararlı olacaktır.

Türk Lirası finansal yatırım araçlarından daha az gelir sağlayan döviz tevdiat hesapları sahiplerinin bu davranışlarını piyasalar ve yatırım araçları ile ilgili bilgi eksikliği, gelecekle ilgili güvensizlik, ekonomideki istikrarsızlıklar, döviz kurunun oynaklığı, likidite ve diğer belirlenemeyen nedenler gibi saiklerle açıklamak mümkündür. Sözkonusu saiklerin ardındaki en temel neden olarak Türk Lirasına güvenin sarsılması ve getirisi yüksek olsa dahi bu riskin taşınmama isteği olduğu düşünülmektedir.

Birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi enflasyonist[23] bir ülke olan Türkiye'de dövizle tanışmanın ardından tasarruf sahiplerinin kendilerini ulusal paranın değer kaybetmesine karşı korumak için ilk yaptığı iş döviz almak olmuştur. Hatta birçok kişi elindeki dövizleri bankalara dahi yatırmamıştır. Dolayısıyla kişiler Türk Lirası ve dövizin getirilerini karşılaştırarak rasyonel yatırım yapan bankalardan farklı olarak öncelikle enflasyondan korunma ve gelecekte de enflasyon olacağı beklentisi ile Türk Lirasına yatırım yapmamak yoluyla zararlarını en aza indireceklerini düşünerek hareket etmişlerdir. Türkiye'de dolarizasyonun başladığı 1980'li yıllardan itibaren giderek kira dahil birçok mal ve hizmetin fiyatının resmi

[23] 1998 sonrası enflasyon oranları (TEFE) için bkz: Ek Tablo 13

olmasa bile dövize endeksli hale gelmesi psikolojik açıdan dövize güvenin artmasına neden olmuştur. Ek Tablo 14'deki döviz (ABD Doları) faizleri incelendiğinde (1990-1997 3'er aylık bazda 3 ay, 6 ay, ve 1 yıl vadeli) sözkonusu faizlerin zaman içinde inişli çıkışlı bir trend izlediği görülmektedir. Buna rağmen döviz tevdiat hesaplarının sürekli artması döviz talebinin döviz faizlerine duyarlılığının da düşük olduğunu göstermektedir.

Türkiye'de 1990'lı yıllarda dövize yatırım yapan kişilerin davranışlarında gerek piyasalar gerek finansal yatırım araçları ile ilgili bilgisizlikler ve bu bilgisizlikten kaynaklanan güvensizliklerin de payı vardır. Dövize yatırım yapan bir kişi için döviz elle tutulur, gözle görülür bir olgudur. Bankaya yatırsa dahi vadesi geldiğinde dövizini çekebilir. Oysa gerek hazine bonosu, devlet tahvili gerekse yatırım fonu gibi araçlar bir belge karşılığında kendisine aittir ve tasarruf sahibi tarafından fazlaca bir güven uyandırmamaktadır. Bunlardan yatırım fonları likiditesi yüksek ve istendiğinde nakde çevrilebilen bir araç olmasına rağmen hiçbir zaman döviz kadar talep edilmemiştir. Bunda yatırımcı açısından fazlaca tanınmaması yanısıra alınıp satılmasının döviz kadar kolay olmadığı önyargısının da rolü büyüktür.

1990'lı yıllar içinde 1991 Körfez Savaşı yılı ve özellikle 1994 finansal kriz yılında olmak üzere döviz kurunun büyük oynamalar göstermesi Türk Lirası'na olan güvenin sarsılması açısından önemlidir. Ayrıca Türkiye'deki siyasi istikrarsızlıklar, seçim ve hükümetlerin kurulma dönemleri de döviz kurunun oynaklaşmasında

önemli rol oynamıştır. Ek Tablo 15, 1990-1997 arasında aylık olarak ABD Doları artışlarını göstermekte olup, son derece oynak bir yapı arzettiği gözlenmektedir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde para ikamesinin bir kez başladıktan sonra bir daha geri dönülmesi zor bir sürece girmesi de Türkiye'de para ikamesinin neden durdurulamadığını veya geri döndürülemediğini alışkanlık, vazgeçememe, güven duygusu gibi saiklerle açıklamaya yardımcı olabilecek önemli bir olgudur.

Vurgulanması gereken önemli bir nokta da Türkiye'de 1980 sonrası uygulanan pozitif reel faiz politikasının döviz için de geçerli olduğudur. Daha önce de üzerinde durulduğu gibi Türkiye'de Türk Lirası cinsinden yapılan yatırımlar dövize oranla daha fazla reel getiri sağlarken, dövize yapılan yatırımlar da vade uzadıkça artmak üzere enflasyon artışı üzerinde getiriye sahip olmuştur. Birçok tasarruf sahibi açısından dövizin reel getiri sağlaması dövize yatırım yapmak için yeterli bulunmuş olabilir.

Sonuç olarak , ; Türk Lirası'na oranla daha az reel getiri sağlamasına rağmen 1990 yılı sonrasında dövize yatırım yapmayı tercih eden tasarrufçu açısından Türk Lirası'na karşı bir güven kaybı sözkonusudur. Bu güven kaybı nedeniyle daha fazla gelir elde etmeyi bir risk unsuru olan gören tasarruf sahipleri açısından Türk Lirası cinsinden yatırım yapmanın ön koşulu Türk Lirası'nın reel getirisinin artmasından ziyade sözkonusu paraya olan güvensizliğin kırılmasıdır. Dolayısıyla piyasalar ve yatırım araçları ile ilgili bilgi edinmedeki aksaklıklar ve alışkanlıklar bir tarafa bırakılacak olursa Türkiye'de 1990 sonrası oluşan döviz talebinin açıklanmasında

Türk Lirası'na olan güvensizliğin ardındaki gerek psikolojik gerekse ekonomik istikrarsızlıklar ve olumsuz bekleyişlerden kaynaklanan nedenler olduğu söylenebilir.Sözkonusu nedenlerin analitik olarak ortaya konması ise ayrı bir çalışma gerektirmektedir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

1970'lerden itibaren dünya finans ve para piyasalarında gözlenen serbestleşme hareketlerine paralel olarak gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde yabancı paraların değer saklama, muamele ve hesap birimi amaçlı olarak kullanımının artması ile gündeme gelen para ikamesi olgusu bu çalışmanın temel konusunu oluşturmaktadır. Genel olarak para ikamesinin nedenleri ve özellikle para ve finans piyasaları üzerindeki etkilerinin araştırıldığı çalışmada ayrıca Türkiye ekonomisinin 1980 sonrası deneyiminin para ikamesi açısından analizi ve değerlendirmesi de yer almaktadır.

Literatür incelemesi sonucunda para ikamesi tanımı ile ilgili farklı yaklaşımlar bulunduğunu söylemek mümkündür. Ayrıca para ikamesinin ölçülmesinde kullanılan teknikler ve önlenmesinde uygulanabilir politikalar açısından tam bir fikir birliği bulunmamaktadır. Bu durumun ortaya çıkmasında ülkelerin özel koşulları yanısıra para ikamesinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkış nedenlerinin farklı olması da önem taşımaktadır.

Genel olarak para ikamesi, yabancı paraların ulusal paranın temel fonksiyonlarını üstlenmesi şeklinde tanımlanabilmektedir. Birçok araştırmacı para ikamesi ve dolarizasyon kavramlarını eşanlamlı olarak kabul ederken bazıları da sözkonusu iki kavramı analitik olarak birbirinden ayırmaktadır. Para ikamesinin sıkça karıştırıldığı kavramlardan biri de genellikle gelişmekte olan ülkelerde gözlenen sermaye kaçışıdır. Bu çalışmada da kabul gördüğü üzere sermaye kaçışı

para ikamesinin en geniş anlamı içinde yer almakta ve ulusal paranın tüm geleneksel fonksiyonlarını kaybettiği en aşırı uçtaki durumu ifade etmektedir.

Para ikamesine yönelik çalışmalar 1970'li yıllarda gelişmiş ülkeler üzerinde yoğunlaşırken 1980'lerden itibaren gelişmekte olan ülkelerdeki ve özellikle Latin Amerika ülkelerindeki dolarizasyona olan ilgi artmıştır.

Sanayileşmiş ülkelerde para ikamesi olgusu daha ziyade bu ülkelerin portföy düzenlemelerinin ve uluslararası ticari ilişkilerdeki değişim maliyetlerini minimize etme çabalarının bir parçası olarak ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle gelişmiş ülkelerle ilgili para ikamesi çalışmalarının büyük bir kısmında oluşturulan modeller para ikamesinin en önemli açıklayıcı değişkenleri olarak ulusal paranın beklenen devalüasyon oranını ve/veya yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları farklılıklarını ele almaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerle ilgili para ikamesi çalışmalarının hemen hepsindeki ortak görüş, bu ülkelerdeki para ikamesinin para ve finans piyasalarının yeterince gelişmemiş ve dünya piyasaları ile bütünleşmemiş olması yanısıra yüksek enflasyon ve buna bağlı yapısal sorunlardan kaynaklandığı yönündedir. Sözkonusu ülke ekonomilerinde ortaya çıkan para ikamesi genellikle ulusal para veya yurtiçi finansal varlıklardan kaçışı ifade etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde para ikamesinin varlığı zaten bozuk olan ekonomik dengelerin daha da bozulmasına neden olurken iktisadi kalkınmayı da olumsuz yönde etkilemektedir. Bu nedenle gelişmiş ülkelerle gelişmekte olan ülkelere yönelik para ikamesi çalışmalarında yoğunlaşılan konuların

ve oluşturulan modellerde seçilen açıklayıcı değişkenlerin farklılık arzetmesi doğaldır. Gelişmekte olan ülkelerle ilgili para ikamesi çalışmalarında başlangıçta daha ziyade basit para talebi fonksiyonlarının tahminine dayanan analizlere ağırlık verilirken, daha sonra para ikamesinin "geri dönülemez olma" veya dolarizasyonun artan ölçek ekonomileri özelliğini ispat etmeye yönelik girişimler gözlenmektedir. Daha yeni çalışmalarda ise para ikamesinin dinamik unsurlarını ortaya çıkarmayı hedefleyen modeller ve amprik testler dikkat çekerken para ikamesinin "hysteresis" özelliği üzerinde de durulduğu görülmektedir.

Para ikamesi ile ilgili olarak oluşturulan modellerde ele alınan hipotezler çeşitli yollarla test edilmesine rağmen konunun tam anlamıyla ve tüm yönleriyle açıklanmasında halen eksikler mevcuttur. Bu durum konunun ele alınış tarzına ilâveten modellerin basitleştirilmesi açısından yapılan varsayımlardan ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde veri toplamanın zorluklarından kaynaklanmaktadır.

Para ikamesine yönelik çalışmalar bir bütün olarak değerlendirildiğinde hemen hepsinin açık veya zımni olarak iki önemli soru üzerinde durduğu söylenebilir:

- Para ikamesi gerçekte önemli bir olgu mudur, ihmal edilebilir mi?

- Şayet önemli bir olgu ise ele alınan modeller çerçevesinde para ikamesinin etkilerini açıklamak mümkün müdür, eksik olan yönler nelerdir?

Genellikle, gelişmiş ülke ekonomileri açısından para ikamesinin ihmal edilebilir bir olgu olduğu kabul edilmektedir. Ancak aynı durum gelişmekte olan ülke ekonomileri için geçerli değildir. Gelişmekte olan ülkeler finansal piyasaların

serbestleşmesi yönündeki gelişmelere yapısal sorunlar nedeniyle kolayca uyum sağlayamadıklarından bu ülkelerde ulusal paraya olan talebin düşmesi ve yabancı paranın ulusal paranın geleneksel fonksiyonlarını üstlenmesi yaygın olarak gözlenmektedir. Devam eden para ikamesi gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki temel dengeleri daha da bozarken kalkınma çabalarını da olumsuz yönde etkilemektedir.

Para ikamesinin özellikle az gelişmiş ülkeler açısından bazı kesin ve net etkileri olmakla birlikte (örneğin belli bir notadan sonra geri dönülemez olması, para ve maliye politikalarının etkisini azaltması, reel sektörde olumsuz etkiler yaratması, ödemeler dengesini ve kalkınma çabalarını olumsuz etkilemesi vb) ülkenin özel koşullarına bağlı olarak bu etkilerin artıp azalması veya başka etkiler ortaya çıkması da olasılık dahilindedir. Bu durumda para ikamesinin önlenmesi veya devam eden bir dolarizasyonun tersine çevrilmesi için genel politika önerileri geliştirmek zorlaşmaktadır. Geçmişte yaşanan deneyimler tek bir politika veya strateji etrafında yoğunlaşmak yerine ülkenin özel koşullarını da dikkate alan ve birbirini bütünleyen farklı politikalarının bir arada yürütülmesinin daha başarılı olacağını göstermektedir.

Türkiye'de 24 Ocak kararlarıyla başlayan ve faizlerin serbest bırakılmasıyla ilk adımını atan finansal reform süreci 1984 yılında yurtiçi yerleşiklere yurtiçi bankalarda yabancı para mevduatı açtırabilme, döviz alıp satma hakkının verilmesi ile devam etmiş ve1989 yılındaki 32 sayılı karar çerçevesinde sermaye hareketlerinin tamamen serbest bırakılmasıyla tamamlanmış gözükmektedir. Ancak henüz ekonominin finansal anlamda dünya piyasalarıyla yeterince bütünleştiğini söylemek

zordur. Türkiye ekonomisi yapısal nedenlerle sözkonusu serbestleşme hareketlerine uyumda çeşitli sorunlar yaşamıştır ve yaşamaktadır.

1980 sonrasındaki istikrar programının ardından enflasyon düzeyinde bir miktar yumuşama sağlansa da Türkiye, yıllardır belli bir enflasyon oranı ile (ortalamanın üzerinde) yaşamaya alışmış gözükmektedir. 1980 sonrasında finansal kesime ait düzenlemelerle piyasalarda gözlenen bazı kalıcı gelişmelerin yeterli düzeyde olmaması ve dünya piyasaları ile tam bir bütünleşme kurulamaması, ortaya çıkan para ikamesi olgusuna yönelik çözümlerin başka sorunlar yaratmasına neden olmuştur. Bu özelliği ile Türkiye ekonomisi gelişmekte olan diğer ülkelere, özellikle de Latin Amerika ülkelerine benzerlik arzetmektedir.

Finansal reform hareketleri ekonomide tasarrufların artması açısından belli bir düzeye ulaşmış olmakla birlikte sözkonusu tasarruflardaki artışın bir bölümünde ekonomideki reel gelir artışının etkisi bulunmaktadır. Finansal serbestleşmenin finansal derinleşme sağlamaya yardımcı olduğu ancak finansal kesime kayan fonların istenilen ölçüde verimli alanlara yönlendirilemediği ve spekülatif alanlara kaydığı gözlenmiştir. Türk finansal yapısı içinde büyük paya sahip olan bankacılık kesimi ise yapılan düzenlemelerle daha güçlü hale gelmiştir.

1984 yılında kambiyo politikasındaki değişiklikler sonucu yurtiçi yerleşiklere yurtiçi bankalarda döviz hesabı açtırabilme olanağının tanınması ile toplam mevduatlar içinde döviz tevdiat hesaplarının payında görülen artışlar ekonomide para ikamesi sürecinin başladığını gösteren önemli gelişmelerdir. Çünkü bu oluşum

kişilerin portföylerindeki finansal araçları getirileri yanısıra hangi para cinsinden tuttuklarına da işaret etmektedir.

1980'li yıllarda tüm mevduat türlerinde izlenen pozitif reel faiz politikası 1990 sonrasında da devam etmekle birlikte bu dönemde Türk Lirası faizleri döviz kuru artışı üzerinde reel getiri sağlamıştır. Böylece bir yandan 1980'li yıllarda başlayan ve giderek etkisi artan dolarizasyon sürecinin tersine döndürülmesi bir yandan da kısa vadeli yabancı sermayenin ülkeye girişinin cazip hale getirilmesi hedeflenmiştir. 1990'lı yıllara damgasını vuran ve döviz kuru artışının üzerinde reel getiri sağlayan Türk Lirası faizleri ile ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermaye 1980'li yılların sonunda yüksek miktarlara ulaşan kamu açıklarının kapatılması için başvurulan iç borçlanmanın finansmanında kullanılmış, Türk Lirasına yatırımın daha cazip hale gelmesi ile dövize kayış da engellenmeye çalışılmıştır. Ancak ekonomide istikrar sağlanmadan sermaye hareketlerinin tamamen serbestleşmesi Türkiye ekonomisinde kısa vadeli sermaye akımlarına bağlı bir yapı oluşmasına neden olurken üretim yerine tüketim ve ithalat eksenli bir büyüme potansiyelinin oluşması da cari işlemler dengesi üzerinde olumsuz gelişmeler yaratmıştır. Dış kaynak girişinin hızlı ve hacimli olduğu dönemlerde büyüme hızlanırken kaynak girişinin yavaşladığı dönemlerde ekonomi de yavaşlamıştır. Bu durum büyüme potansiyelinin dış kaynaklı olduğunu göstermektedir.

1989 yılındaki 32 sayılı kararın ardından 1990'lı yıllarda döviz kuru artışının üzerinde seyreden Türk Lirası faizlerinin reel getirisine ve 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren gelişerek artan Türk Lirası cinsinden yatırım araçlarına (repo,

hazine bonosu, devlet tahvili, yatırım fonları) rağmen Türkiye'de kronikleşmiş ve hysteresis haline gelmiş bir döviz talebinin mevcudiyetini gösteren önemli bulgular vardır. Sözkonusu talep Türk Lirası'nın getiri avantajından bağımsız olarak mevcudiyetini sürdürmüştür. Bu durum Türk Lirası ve Türk Lirası cinsinden yatırım araçlarının talebinin azaldığı anlamına gelmemelidir. 1980'li yılların ilk yarısında döviz tevdiat hesaplarının en önemli ikamesi Türk Lirası cinsinden mevduat iken, zaman içinde gelişen diğer yatırım araçları da talep edilmeye başlanmıştır. Ancak 1990 sonrasındaki olgu Türk Lirası lehine gelişen reel faiz avantajına rağmen belli bir döviz talebinin kırılamamış olmasıdır. Bu noktada hane halkı davranış kalıpları ile ticari bankacılık kesiminin davranış kalıpları arasında ciddi bir farklılık vardır. Ancak öncelikle üzerinde durulması gereken 1990'lı yıllarda Türk Lirası lehine oluşan faiz avantajına rağmen kronik hale gelen döviz talebini gösteren önemli bulguların tespit edilmesidir.

1984 yılından itibaren döviz tevdiat hesaplarında görülen artışlar 1990 yılına kadar dolarizasyonun hızla arttığını göstermesi bakımından önemlidir. Ancak aynı eğilimin sermaye hareketlerinin tamamen serbest hale geldiği 1990 sonrası da devam etmesi kronikleşen ve hysteresis haline gelen bir döviz talebini akla getirmektedir. Sadece döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduatlar içindeki payına bakarak böyle bir değerlendirme yapmanın eksik olacağı ve ekonomide finansal kesimi daha iyi yansıtan göstergelere bakmanın gerekliliği düşünülerek döviz tevdiat hesaplarının M2Y içindeki payına bakıldığında aynı artış trendinin bu oranda da yakalandığı görülmektedir. Ancak M2Y de finansal sistemi tam açıklayan bir gösterge değildir. M2Y içinde sadece bankacılık kesimi toplam bilançosunun yükümlülüklerinin bir

kısmı (döviz tevdiat hesapları) yer almakta, dolaşımdaki diğer yabancı para varlıklar ihmal edilmektedir. Bu nedenle toplam yurtiçi mali varlıkların (TMV) finansal sistemi daha iyi yansıtacağı düşünülen bir gösterge olarak tanımlanmıştır.

Toplam yurtiçi mali varlıklar bankalarca şirketlere, hane halkına, kooperatiflere vs açılan kredilerin tümü ile Merkez Bankası'nın şirketlere açtığı krediler ve hazine bonosu, devlet tahvili ile özel kesim hisse senetleri, tahvil ve finansman bonolarından oluşan menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Toplam içinde çok düşük bir paya sahip olan özel finans kurumlarına ait finansal araçlar toplama dahil edilmemiştir. Türkiye açısından iyi bir dolarizasyon oranı olduğu düşünülen ve finansal sistem içinde dövizin payını gösteren DTH/TMV oranının 1986 ve sonrasında hızla yükselmesi ve sözkonusu yükselişin 1990 sonrası daha fazla olması 1990'lı yıllarda da dolarizasyonun düşmediğinin aksine 1989 yılında 32 sayılı kararın ardından Türk Lirası'nın reel getiri avantajından bağımsız olarak arttığının bir kanıtıdır.Ekonominin bütününü yansıtan GSMH ile DTH arasındaki ilişki DTH/GSMH oranı ile gösterilecek olursa sözkonusu oranın 1986-1997 arası sürekli artması dövizin ekonominin bütünü içindeki payının arttığını göstermesi bakımından önem arz etmektedir. Aynı dönemde toplam yurtiçi mali varlıkların ekonominin bütünü içindeki payı da (TMV/GSMH) % 30'lardan % 50'lere artış göstermiştir. Bütün bu göstergeler zaman içinde ekonomide finansal kesimin payı artarken finansal kesim içinde de dövizin payının giderek büyüdüğünü, dolayısıyla dolarizasyonun devam ettiğini işaret etmektedir.

1990'lı yıllarda döviz kuru artışının üzerinde gerçekleşen Türk Lirası faizlere rağmen kronikleşen dolarizasyon olgusuna hane halkı ve ve ticari bankacılık kesiminin davranış biçimleri arasındaki farklılığı göstererek yaklaşmak da mümkündür. 1990 sonrasında ticari bankalarda döviz tevdiat hesabı açmaya devam eden tasarruf sahipleri piyasada gerçekleşen Türk Lirası faiz ve döviz kuruna karşı hassasiyeti düşük bir davranış sergilerken aynı piyasa koşullarında ticari bankacılık kesiminin davranış kalıpları çok farklı olmuştur. Finansal yapı içinde büyük bir paya sahip olmaları nedeniyle ticari bankaların bu davranışları ayrı bir önem arz etmektedir.

Ticari bankacılık kesiminin toplam bilançolarının yükümlülüklerini yansıtan pasifleri ile varlıklarını yansıtan aktif yapılarında 1980'li yıllara nazaran 1990'lı yıllarda görülen değişim önemlidir. Bu değişim 1990'lı yıllarda tersine çevrilemeyen para ikamesi olgusunun açıklanması açısından dikkat çekicidir.

1988 yılında ticari bankacılık kesiminin toplam pasifleri içinde yabancı para pasiflerin payı % 23.46 iken 1997 yılında % 47.41'e ulaşmıştır. Yabancı para pasiflerin önemli bir bölümü mevduatlar ve temin edilen kredilerden oluşmaktadır. Yabancı para mevduatların toplam mevduatlar içindeki payı 1988 yılında % 27.14 iken 1997 yılında % 49'73'e, yabancı para cinsinden temin edilen toplam temin edilen krediler içindeki payı ise 1988 yılında % 29.83 iken 1997'de % 84.78'e yükselmiştir. Sözkonusu göstergeler ticari bankacılık kesimi yükümlülüklerinin 1990'lı yıllarda açıkça yabancı paraya kaydığını göstermektedir.

Özellikle 1990'lı yıllarda ticari bankaların toplam bilançolarının aktif tarafında da önemli değişmeler sözkonusu olmuştur. Kredilerin toplam aktifler içindeki payı 1980 yılında % 50'ler civarında iken 1988 yılında % 38.77'ye düşmüş, 1990 yılında % 44.79'a yükselmesine rağmen sonraki yıllarda azalma trendini sürdürmüştür. Kredilerin toplam aktifler içindeki payında görülen azalış 1990'lı yıllarda likit aktifler lehine gelişmiştir. Likit aktifler içinde en önemli pay menkul kıymetler kalemine aittir. Dolayısıyla ticari bankalar temin etmiş oldukları yabancı para ağırlıklı fonların büyük bir kısmını kredi olarak reel kesime aktarmak yerine Türk lirası cinsinden menkul kıymetlerin oluşturduğu likit varlıklara yönlendirmişlerdir.

Sonuç olarak , ; ticari bankacılık kesimi 1990'lı yıllarda ekonomiye kısa vadeli sermaye girişinin oluşmasında etkili olan ve döviz kuru artışı üzerinde gerçekleşen yüksek Türk Lirası faizlerden yararlanmak için döviz tevdiat hesaplarını kullanarak ve döviz cinsinden temin edilen kredilerini arttırarak, Türk Lirası cinsinden menkul kıymetlere yatırım yapmıştır. Döviz cinsinden yükümlülükleri döviz cinsinden varlıklarının üzerinde seyreden ve böylece açık döviz pozisyonu yaratan ticari bankalar bu yolla büyük arbitraj kârları elde etmişlerdir. Oysa aynı değerlendirmeyi hane halkı açısından yapmak mümkün görülmemektedir. Hane halkı kendi isteğiyle bankalara yatırdığı dövizler yoluyla bankacılık kesimine ucuz kaynak sağlamada yardımcı olurken piyasa koşullarına göre daha az getiriye de razı olmuş gözükmektedir.

1990'lı yıllarda Türk Lirası finansal yatırım araçlarından daha az getiri sağlayan döviz tevdiat hesaplarına yatırım yapan tasarruf sahiplerinin bu davranışlarını piyasalar ve yatırım araçları ile ilgili bilgi eksikliği yanısıra gelecekle ilgili güvensizlik, ekonomideki istikrarsızlıklar, döviz kurunun oynaklığı, likidite ve diğer belirlenemeyen nedenlerle açıklamak mümkün olabilir. Ancak en önemli nedenin Türk Lirası'na olan güven eksikliği olduğu ve bu nedenle tasarruf sahiplerinin daha yüksek gelir elde etme olanağını dahi bir risk unsuru olarak kabul ettikleri düşünülmektedir.

1980'li yıllardan itibaren ekonomide görülen istikrarsızlıklar, siyasi belirsizlik ortamlarına bağlı olarak döviz kurunun oynaklaşması, 1991 yılında Körfez Savaşının, 1994 yılında finansal krizin yarattığı kur dalgalanmaları, 1980'li yıllardan başlayarak birçok mal ve hizmet fiyatının resmi olmasa da dövize endeksli hale gelmesi, tüm çabalara rağmen enflasyonun istenen ölçüde düşürülememesi ve buna bağlı olarak döviz kurundaki artış beklentilerinin kırılamaması, Türk Lirası'nın çabuk eskiyen bir para olması, 10 yıl önce basılan kâğıt paranın 10 yıl sonra madeni hale gelmesi, finansal yatırım araçlarının mahiyeti ve alınıp satılma koşullarının döviz kadar iyi bilinmemesi,dövizin istendiği anda paraya çevrilebilme -likidite- kolaylığı, alışkanlık, vazgeçememe gibi nedenlerin döviz tercihinin yapılmasında ve Türk Lirası'na güvensizliğin oluşmasında önemli rol oynadığı açıktır. Ayrıca 1990'lı yıllarda dövize yatırım yapan tasarruf sahipleri Türk Lirası'na göre daha az olsa bile pozitif reel getiri elde etmişlerdir. Özellikle vade uzadıkça getiri de artmaktadır. Dolayısıyla tasarruf sahipleri açısından enflasyonun yarattığı reel gelir kaybından korunmak ön planda gelmiş olabilir.

Özetle; tasarruf sahiplerinin Türk Lirası ve dövizin getiri karşılaştırmasını yapmamaları veya yapsalar dahi tercihlerini dövizden yana kullanmaları aslında Türk Lirası'na duydukları güvensizliğin ve daha fazla getiri elde etmeyi bir risk unsuru olarak görmelerinin sonucudur.

1990 sonrası yatırım tercihlerini dövizden yana yapan tasarruf sahiplerinin sözkonusu tercihlerinin ardındaki temel neden Türk Lirası'na olan güvensizlik olmakla beraber, bu güvensizliği yaratan temel nedenlerin tam olarak belirlenmesi, çok daha kapsamlı ve ayrı bir çalışma gerektirir. Türkiye'de para ikamesine yönelik olarak yapılacak yeni çalışmalarda konunun tasarruf sahiplerinin davranış kalıpları açısından ele alınmasının ve analiz edilmesinin yararlı olacağı düşünülmektedir.

EK TABLOLAR

EK TABLO 1: KAMU KESİMİNE AİT SEÇİLMİŞ GÖSTERGELER

EK TABLO 2: İHRAÇ EDİLEN MENKUL KIYMETLERİN KAMU VE ÖZEL SEKTÖR DAĞILIMI

EK TABLO 3: KONSOLİDE BÜTÇE AÇIĞININ FİNANSMANI

EK TABLO 4: SERMAYE HAREKETLERİ, BÜYÜME HIZI, İTHALAT VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ

EK TABLO 5: TL'NİN YILLAR VE 3'ER AYLIK DÖNEMLER İTİBARİYLE REEL DÖVİZ (ABD DOLARI) GETİRİSİ

EK TABLO 6: TL'NİN YILLAR VE 3'ER AYLIK DÖNEMLER İTİBARİYLE REEL FAİZ GETİRİSİ (MEVDUAT FAİZLERİ İLE)

EK TABLO 7: TL BAZINDA YILLAR İTİBARİYLE 3'ER AYLIK REEL FAİZ MARJI

EK TABLO 8: TL'NİN YILLAR VE 3'ER AYLIK DÖNEMLER İTİBARİYLE REEL FAZİ GETİRİSİ (HAZİNE BONOSU FAİZLERİ İLE)

EK TABLO 9: TL BAZINDA YILLAR İTİBARİYLE 3'ER AYLIK REEL FAİZ MARJI

EK TABLO 10: 3 AYLIK VADELERDE 100 MİLYON TL'NİN TL VE DÖVİZ BAZINDA YATIRIMI İLE ELDE EDİLEN NOMİNAL GELİR (1990 1. ÇEYREK-1997 4. ÇEYREK)

EK TABLO 11: 6 AYLIK VADELERDE 100 MİLYON TL'NİN TL VE DÖVİZ BAZINDA YATIRIMI İLE ELDE EDİLEN NOMİNAL GELİR (1990 1.YARI-1997 2. YARI)

EK TABLO 12: 1 YILLIK VADELERDE 100 MİLYON TL'NİN TL VE DÖVİZ BAZINDA YATIRIMI İLE ELDE EDİLEN NOMİNAL GELİR (1990-1997)

EK TABLO 13: ENFLASYON ORANI (TEFE)

EK TABLO 14: 3'ER AYLIK DÖNEMLER İTİBARİYLE 3 AY, 6 AY, 1 YIL VADELİ DTH FAİZLERİ (1990-1997)

EK TABLO 15: 1990-1997 DÖNEMİ AYLIK DÖVİZ KURLARI (TL/ABD$) VE ARTIŞ ORANLARI

EK TABLO 1 : KAMU KESİMİNE AİT SEÇİLMİŞ GÖSTERGELER

YILLAR	KKBG (%)	İÇ BORÇ STOKU(İBS) (MİLYAR TL)	İBS YILLIK ARTIŞ ORANI (%)	İÇ BORÇ FAİZ ÖDEM./BÜTÇE GELİR.(%)
1986	5,6	10.514		9,1
1987	8,7	17.218	63,7	12,1
1988	6,3	28.458	65,3	17,9
1989	7,9	41.934	47,3	17,9
1990	9,1	57.180	36,3	17,0
1991	10,2	97.647	70,8	17,5
1992	11,7	194.236	98,9	17,5
1993	11,6	357.347	83,9	26,3
1994	7,9	799.309	123,7	31,3
1995	5,1	1.361.006	70,3	33,9
1996	9,1	3.148.984	131,4	49,2
1997	8,0	6.283.424	99,5	33,8

Kaynak: HDTM ve TCMB verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

EK TABLO 2 : KONSOLİDE BÜTÇE AÇIĞININ FİNANSMANI

YILLAR	DIŞ BORÇ (NET %)	İÇ BORÇ (NET %)	TCMB (NET %)	HAZ.BON. (NET %)	DİGER (NET %)	TOPLAM
1985	-25,1	55,1	29.5	25,7	14,8	100
1986	-0,3	29,7	16,0	41,7	12,9	100
1987	-10,4	34,9	13,8	35,6	26,1	100
1988	4,5	61,7	17,1	9,9	6,8	100
1989	-4,9	73,5	5,6	12,2	13,6	100
1990	0,3	64,2	2,7	15,6	17,2	100
1991	5,7	6,8	32,1	38,3	17,1	100
1992	6,8	25,9	29,3	40,3	-2,3	100
1993	16,7	23,9	42,0	17,6	-0,2	100
1994	-44,2	-46,3	34,1	160,7	-4,3	100
1995	-27,6	29,1	32,2	67,0	-0,7	100
1996	-10,6	21,6	18,1	62,4	8,5	100
1997	-20,9	68,7	-	47,2	5,0	100

Kaynak: TCMB verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

EK TABLO 3 : İHRAÇ EDİLEN MENKUL DEĞERLERİN KAMU VE ÖZEL KESİM DAĞILIMI (%)													
YILLAR	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
KAMU KESİMİ	93,7	92,2	91,1	88,7	88,2	77,4	87,7	86,3	82,3	91,5	89,2	95,4	95,9
.Tahvil	30,3	35,3	32,8	37,9	46,3	44,8	22,5	37,5	36,9	18,7	21,2	15,1	33,5
. Hazine Bonosu	56,2	50,7	49,7	50,8	38,9	30,4	62,7	46	44	65,1	67,6	80,3	62,4
. Diğer (2)	6,6	6,2	8,6	-	3	2,2	2,5	2,8	1,4	7,7	0,4	-	-
ÖZEL KESİM	6,3	7,8	8,9	11,3	11,8	22,6	12,3	13,7	17,7	8,5	10,8	4,6	4,1
.Hisse Senedi(1)	4,5	2,9	2,4	3,6	4,9	14,8	8,1	3,2	2,3	3,8	3,1	2,6	3,1
.VDMK	-	-	-	-	-	-	-	8,8	12,9	4,2	7	1,6	0,3
.Diğer (3)	1,8	4,9	6,5	7,7	6,9	7,8	4,2	1,7	2,5	0,5	0,7	0,4	0,9
TOPLAM	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

(1) Piyasa Değeri
(2) Gelir Ortaklığı Senetleri ve konut sertifikalarını içermektedir.
(3) Tahvil, kâr – zarar ortaklığı belgesi. Banka bonosu, finansman bonosu ve MKFY katılma belgelerini içermektedir.

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu, TCMB Yıllık Raporlarından elde edilen bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır.

EK TABLO 4 : SERMAYE HAREKETLERİ, BÜYÜME HIZI , İTHALAT VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ (MİLYON DOLAR)

YILLAR	PORTFÖY YATIRIMLARI NET	KISA VAD. DİĞER SERMAYE	NET HATA NOKSAN	BÜYÜME HIZI (%) (*)	İTHALAT (FOB)	CARİ İŞLEMLER DENGESİ
1988	1178	-2281	515	1,4	13,706	1596
1989	1386	-554	974	1,6	15,999	961
1990	547	3000	-468	9,3	22,581	-2625
1991	623	-3020	948	0,3	21,007	250
1992	2411	1396	-1190	6,4	23,081	-974
1993	3917	3034	-2222	8,1	29,771	-6433
1994	1158	-5127	1769	-6,1	22,606	2631
1995	237	3713	2354	8	35,187	-2339
1996	570	5945	-1781	7,1	43,028	-2437
1997	1634	1761	-2522	8	48,097	-2750

(*) 1987 fiyatlarıyla GSMH hızı

Kaynak: TCMB , Yıllık Raporlar

EK TABLO : 5 TL'NİN YILLAR VE 3'ER AYLIK DÖNEMLER İTİBARİYLE REEL DÖVİZ (ABD $) GETİRİSİ

YIL/DÖNEM	TEF	TEFE	ORTALAMA DTH (ABD$) FAİZLERİ (YILLIK %)			NOMİNAL DÖVİZ KURU (TL/$)	NOMİNAL DÖVİZ KURU ARTIŞI (%)	TL'NİN REEL DÖVİZ GETİRİSİ (3 AYLIK) ABD$ BAZINDA		
			3 AY VADELİ	6 AY VADELİ	1 YIL VADELİ			3AY VADEDE	6AY VADEDE	1 YIL VADEDE
1989 4.ÇEYREK	340,20					2.309,66				
1990 1.ÇEYREK	387,20	1,14	7,60	8,20	9,23	2.452,73	6,19	-4,92	-4,93	-4,70
1990 2.ÇEYREK	408,60	1,06	7,60	8,20	9,23	2.626,44	7,08	3,43	3,58	3,84
1990 3.ÇEYREK	458,80	1,12	7,60	8,20	9,23	2.715,79	3,40	-6,19	-6,05	-5,81
1990 4.ÇEYREK	505,60	1,10	7,60	8,20	9,23	2.871,05	5,72	-2,25	-2,10	-1,85
1991 1.ÇEYREK	583,60	1,15	7,60	8,20	9,23	3.526,96	22,86	8,45	8,61	8,88
1991 2.ÇEYREK	641,50	1,10	7,97	8,33	9,60	4.227,03	19,86	11,20	11,30	11,65
1991 3.ÇEYREK	717,00	1,12	7,63	7,80	9,10	4.647,39	9,94	0,22	0,29	0,61
1991 4.ÇEYREK	805,00	1,12	6,63	6,70	7,80	5.049,33	8,65	-1,62	-1,61	-1,34
1992 1.ÇEYREK	981,00	1,22	4,70	5,30	6,00	6.091,08	20,63	0,15	0,30	0,47
1992 2.ÇEYREK	1.012,00	1,03	3,53	4,57	5,00	6.878,48	12,93	10,43	10,72	10,84
1992 3.ÇEYREK	1.148,10	1,13	3,17	4,00	4,53	7.274,29	5,76	-6,04	-5,85	-5,73
1992 4.ÇEYREK	1.299,30	1,13	2,80	3,43	4,20	8.345,12	14,72	2,08	2,24	2,44
1993 1.ÇEYREK	1.504,30	1,16	2,77	3,50	4,20	9.376,25	12,36	-2,28	-2,11	-1,94
1993 2.ÇEYREK	1.625,20	1,08	2,90	3,57	4,40	10.463,94	11,60	4,05	4,22	4,43
1993 3.ÇEYREK	1.837,10	1,13	2,93	3,53	4,30	11.858,55	13,33	0,99	1,14	1,33
1993 4.ÇEYREK	2.082,20	1,13	2,93	3,43	4,03	14.034,01	18,35	5,18	5,31	5,47
1994 1.ÇEYREK	2.617,50	1,26	3,60	4,20	4,50	20.323,21	44,81	16,24	16,41	16,49
1994 2.ÇEYREK	3.861,10	1,48	4,63	4,70	5,10	31.682,55	55,89	6,91	6,92	7,03
1994 3.ÇEYREK	4.217,40	1,09	3,93	4,90	5,50	33.916,53	7,05	-1,03	-0,79	-0,65
1994 4.ÇEYREK	5.196,30	1,23	3,03	4,20	4,83	37.402,77	10,28	-9,82	-9,56	-9,41
1995 1.ÇEYREK	6.395,40	1,23	4,03	5,20	5,47	41.671,19	11,41	-8,56	-8,30	-8,24
1995 2.ÇEYREK	6.845,40	1,07	4,00	5,23	5,73	43.076,95	3,37	-2,46	-2,16	-2,04
1995 3.ÇEYREK	7.558,80	1,10	5,53	6,37	6,70	47.653,24	10,62	1,57	1,78	1,86
1995 4.ÇEYREK	8.567,10	1,13	5,30	6,20	6,50	56.587,52	18,75	6,16	6,40	6,48
1996 1.ÇEYREK	10.426,50	1,22	5,30	6,27	6,93	68.105,29	20,35	0,20	0,44	0,60
1996 2.ÇEYREK	12.070,80	1,16	5,50	6,50	7,70	79.478,50	16,70	2,19	2,44	2,74
1996 3.ÇEYREK	13.474,60	1,12	5,50	6,67	7,03	88.624,57	11,51	1,26	1,56	1,65
1996 4.ÇEYREK	15.582,30	1,16	6,00	7,03	7,63	104.297,52	17,68	3,29	3,56	3,71
1997 1.ÇEYREK	18.363,90	1,18	5,97	6,63	7,10	124.559,04	19,43	2,85	3,02	3,14
1997 2.ÇEYREK	20.969,90	1,14	6,37	7,00	7,33	143.732,86	15,39	2,66	2,82	2,91
1997 3.ÇEYREK	24.959,90	1,19	7,47	8,03	8,47	169.744,09	18,10	1,07	1,21	1,32
1997 4.ÇEYREK	29.698,40	1,19	8,17	9,37	9,37	199.060,87	17,27	0,57	0,86	0,86

(*) REEL DÖVİZ GETİRİLERİ AYNI DÖNEM VE VADEYE DENK GELEN NOMİNAL DÖVİZ KURU ($) ARTIŞLARININ TEFE İLE İNDİRGENİP, DTH FAİZLERİ İLE BİNDİRGENMESİ İLE ELDE EDİLMİŞTİR.

EK TABLO : 6 TL'NİN YILLAR VE 3'ER AYLIK DÖNEMLER İTİBARİYLE REEL FAİZ GETİRİSİ (MEVDUAT FAİZLERİ İLE)

YIL/DÖNEM	TEF	TEFE	ORTALAMA NOMİNAL MEVDUAT FAİZLERİ (TL BAZINDA %)			TL'NİN REEL DÖVİZ GETİRİSİ (3 AYLIK) TL BAZINDA		
			3AY VADEDE	6AY VADEDE	1YIL VADEDE	3AY VADEDE	6AY VADEDE	1 YIL VADEDE
1989 4.ÇEYREK	340,20							
1990 1.ÇEYREK	387,20	1,14	46,80	49,30	56,80	0,98	0,99	0,99
1990 2.ÇEYREK	408,50	1,06	46,80	49,30	56,80	5,88	6,47	8,25
1990 3.ÇEYREK	458,80	1,12	47,00	49,20	56,90	-0,50	-0,01	1,70
1990 4.ÇEYREK	505,60	1,10	49,80	51,70	59,20	2,04	2,47	4,17
1991 1.ÇEYREK	583,60	1,15	54,90	55,80	61,80	-1,47	-1,28	0,02
1991 2.ÇEYREK	641,50	1,10	61,30	60,80	64,10	4,92	4,80	5,55
1991 3.ÇEYREK	717,00	1,12	64,80	61,90	65,90	3,96	3,32	4,21
1991 4.ÇEYREK	805,00	1,12	69,70	64,80	72,60	4,59	3,50	5,23
1992 1.ÇEYREK	981,00	1,22	68,30	63,40	71,90	-3,93	-4,93	-3,19
1992 2.ÇEYREK	1.012,00	1,03	69,40	69,70	74,40	13,76	13,83	14,97
1992 3.ÇEYREK	1.148,10	1,13	68,60	68,40	74,20	3,26	3,22	4,50
1992 4.ÇEYREK	1.299,30	1,13	68,30	69,30	74,10	3,45	3,67	4,73
1993 1.ÇEYREK	1.504,30	1,16	66,40	69,30	74,20	0,71	1,34	2,39
1993 2.ÇEYREK	1.625,20	1,08	63,90	69,50	74,40	7,35	8,64	9,78
1993 3.ÇEYREK	1.837,10	1,13	64,00	69,40	74,50	2,62	3,81	4,94
1993 4.ÇEYREK	2.082,20	1,13	64,00	69,20	74,70	2,35	3,49	4,71
1994 1.ÇEYREK	2.617,50	1,26	80,10	82,30	90,00	-4,52	-4,08	-2,55
1994 2.ÇEYREK	3.861,10	1,48	128,30	110,70	121,30	-10,46	-13,45	-11,65
1994 3.ÇEYREK	4.217,40	1,09	71,40	87,50	103,70	7,89	11,58	15,29
1994 4.ÇEYREK	5.196,30	1,23	71,40	75,10	95,70	-4,35	-3,60	0,58
1995 1.ÇEYREK	6.395,40	1,23	84,40	89,50	99,20	-1,61	-0,57	1,40
1995 2.ÇEYREK	6.845,40	1,07	73,30	78,40	91,10	10,55	11,74	14,70
1995 3.ÇEYREK	7.558,80	1,10	69,00	73,80	86,60	6,18	7,27	10,17
1995 4.ÇEYREK	8.567,10	1,13	77,20	80,40	89,70	5,26	5,96	8,02
1996 1.ÇEYREK	10.426,50	1,22	84,30	84,60	93,20	-0,52	-0,46	1,31
1996 2.ÇEYREK	12.070,80	1,16	79,40	84,10	91,70	3,52	4,54	6,18
1996 3.ÇEYREK	13.474,60	1,12	79,60	84,60	92,80	7,41	8,53	10,36
1996 4.ÇEYREK	15.582,30	1,16	79,60	84,60	93,50	3,68	4,76	6,69
1997 1.ÇEYREK	18.363,90	1,18	76,80	82,50	90,20	1,14	2,35	3,99
1997 2.ÇEYREK	20.969,90	1,14	76,80	82,60	90,00	4,39	5,66	7,28
1997 3.ÇEYREK	24.959,90	1,19	81,30	87,70	95,00	1,09	2,43	3,97
1997 4.ÇEYREK	29.698,40	1,19	82,90	91,10	96,40	1,46	3,19	4,30

(*)REEL MEVDUAT FAİZLERİ AYNI DÖNEM VE VADEYE DENK GELEN NOMİNAL MEVDUAT FAİZLERİNİN TEFE İLE İNDİRGENMESİ İLE HESAPLANMIŞTIR.

EK TABLO : 7 **TL BAZINDA YILLAR İTİBARİYLE 3'ER AYLIK REEL FAİZ MARJI**

YIL/DÖNEM	TL'NİN REEL FAİZ GETİRİSİ (3 AYLIK) (%)			TL'NİN REEL DÖVİZ GETİRİSİ (3 AYLIK) ($BAZINDA%)			TL'NİN REEL FAİZ MARJI (3 AYLIK) (%)		
	3AY VADEDE	6AY VADEDE	1 YIL VADEDE	3AY VADEDE	6AY VADEDE	1 YIL VADEDE	3 AY VADEDE	6 AY VADEDE	1 YIL VADEDE
1990 1.ÇEYREK	0,98	0,99	0,99	-4,92	-4,93	-4,70	5,90	5,92	5,69
1990 2.ÇEYREK	5,88	6,47	8,25	8,94	9,10	9,38	-3,07	-2,64	-1,14
1990 3.ÇEYREK	-0,50	-0,01	1,70	-6,19	-6,05	-5,81	5,68	6,04	7,51
1990 4.ÇEYREK	2,04	2,47	4,17	-2,25	-2,10	-1,85	4,29	4,57	6,03
1991 1.ÇEYREK	-1,47	-1,28	0,02	8,45	8,61	8,88	-9,92	-9,89	-8,86
1991 2.ÇEYREK	4,92	4,80	5,55	11,20	11,30	11,65	-6,29	-6,50	-6,10
1991 3.ÇEYREK	3,96	3,32	4,21	0,22	0,29	0,61	3,74	3,03	3,60
1991 4.ÇEYREK	4,59	3,50	5,23	-1,62	-1,61	-1,34	6,21	5,10	6,58
1992 1.ÇEYREK	-3,93	-4,93	-3,19	0,15	0,30	0,47	-4,08	-5,24	-3,66
1992 2.ÇEYREK	13,76	13,83	14,97	10,43	10,72	10,84	3,32	3,11	4,13
1992 3.ÇEYREK	3,26	3,22	4,50	-6,04	-5,85	-5,73	9,31	9,07	10,22
1992 4.ÇEYREK	3,45	3,67	4,73	2,08	2,24	2,44	1,37	1,43	2,30
1993 1.ÇEYREK	0,71	1,34	2,39	-2,28	-2,11	-1,94	2,99	3,44	4,33
1993 2.ÇEYREK	7,35	8,64	9,78	4,05	4,22	4,43	3,30	4,42	5,34
1993 3.ÇEYREK	2,62	3,81	4,94	0,99	1,14	1,33	1,63	2,67	3,61
1993 4.ÇEYREK	2,35	3,49	4,71	5,18	5,31	5,47	-2,83	-1,82	-0,76
1994 1.ÇEYREK	-4,52	-4,08	-2,55	16,24	16,41	16,49	-20,76	-20,49	-19,05
1994 2.ÇEYREK	-10,46	-13,45	-11,65	6,91	6,92	7,03	-17,37	-20,37	-18,68
1994 3.ÇEYREK	7,89	11,58	15,29	-1,03	-0,79	-0,65	8,92	12,37	15,93
1994 4.ÇEYREK	-4,35	-3,60	0,58	-9,82	-9,56	-9,41	5,47	5,96	9,99
1995 1.ÇEYREK	-1,61	-0,57	1,40	-8,56	-8,30	-8,24	6,96	7,73	9,64
1995 2.ÇEYREK	10,55	11,74	14,70	-2,46	-2,16	-2,04	13,00	13,90	16,74
1995 3.ÇEYREK	6,18	7,27	10,17	1,57	1,78	1,86	4,62	5,49	8,31
1995 4.ÇEYREK	5,26	5,96	8,02	6,16	6,40	6,48	-0,90	-0,43	1,54
1996 1.ÇEYREK	-0,52	-0,46	1,31	0,20	0,44	0,60	-0,72	-0,90	0,71
1996 2.ÇEYREK	3,52	4,54	6,18	2,19	2,44	2,74	1,34	2,10	3,44
1996 3.ÇEYREK	7,41	8,53	10,36	1,26	1,56	1,65	6,14	6,97	8,72
1996 4.ÇEYREK	3,68	4,76	6,69	3,29	3,56	3,71	0,39	1,21	2,98
1997 1.ÇEYREK	1,14	2,35	3,99	2,85	3,02	3,14	-1,70	-0,66	0,85
1997 2.ÇEYREK	4,39	5,66	7,28	2,66	2,82	2,91	1,73	2,83	4,37
1997 3.ÇEYREK	1,09	2,43	3,97	1,07	1,21	1,32	0,02	1,22	2,65
1997 4.ÇEYREK	1,46	3,19	4,30	0,57	0,86	0,86	0,90	2,32	3,44

(*) TL BAZINDA REEL FAİZ MARJLARI AYNI VADE VE DÖNEME DENK GELEN TL BAZINDA REEL FAİZ GETİRİ ORANLARINDAN REEL DÖVİZ ($) GETİRİ ORANLARININ FARKI ALINARAK HESAPLANMIŞTIR.(-) RAKAMLAR TL BAZINDA NEGATİF FAİZ MARJINI İFADE ETMEKTEDİR.

EK TABLO : 8	TL'NİN YILLAR VE 3'ER AYLIK DÖNEMLER İTİBARİYLE REEL FAİZ GETİRİSİ HAZİNE BONOSU FAİZLERİ İLE)							
YIL/DÖNEM	TEF	TEFE	ORTALAMA NOMİNAL HAZ.BONOSU.– DEV.TAHVİLİ. FAİZLERİ(yıllık) (TL BAZINDA %)			FAİZ GETİRİSİ (3aylık) (TL BAZINDA %)		
			3AY VADELİ	6AY VADELİ	1YIL VADELİ	3AY VADELİ	6AY VADELİ	1YIL VADELİ
	340,20							
1990 1.ÇEYREK	387,20	1,14	40,44	43,65	50,48	- 3,25	- 2,55	2,63
1990 2.ÇEYREK	408,50	1,06	40,46	45,29	50,42	4,37	5,52	6,73
1990 3.ÇEYREK	458,80	1,12	44,98	48,25	50,55	- 0,95	- 0,22	0,29
1990 4.ÇEYREK	505,60	1,10	51,16	53,08	54,22	2,35	2,79	3,04
1991 1.ÇEYREK	583,60	1,15	59,50	65,60	65,10	- 0,48	0,84	0,73
1991 2.ÇEYREK	641,50	1,10	68,88	68,20	69,70	6,64	6,49	6,83
1991 3.ÇEYREK	717,00	1,12	67,62	65,30	72,00	4,59	4,08	5,57
1991 4.ÇEYREK	805,00	1,12	71,94	74,00	75,50	5,09	5,55	5,88
1992 1.ÇEYREK	981,00	1,22	67,66	70,70	71,60	- 4,06	- 3,44	- 3,25
1992 2.ÇEYREK	1.012,00	1,03	70,96	74,40	74,80	14,13	14,97	15,06
1992 3.ÇEYREK	1.148,10	1,13	75,77	76,20	77,70	4,84	4,94	5,27
1992 4.ÇEYREK	1.299,30	1,13	74,58	75,30	77,70	4,84	5,00	5,53
1993 1.ÇEYREK	1.504,30	1,16	69,90	73,90	79,40	1,47	2,33	3,52
1993 2.ÇEYREK	1.625,20	1,08	66,75	73,90	85,00	8,01	9,66	12,23
1993 3.ÇEYREK	1.837,10	1,13	66,30	74,10	87,30	3,17	4,85	7,77
1993 4.ÇEYREK	2.082,20	1,13		69,90	87,90		3,65	7,62
1994 1.ÇEYREK	2.617,50	1,26	96,10	94,56	116,30	- 1,56	- 1,87	2,68
1994 2.ÇEYREK	3.861,10	1,48	162,50	140,90	174,90	- 4,98	- 8,33	- 2,57
1994 3.ÇEYREK	4.217,40	1,09	94,30	115,10		13,38	17,90	
1994 4.ÇEYREK	5.196,30	1,23	91,24	100,70		- 0,15	1,59	
1995 1.ÇEYREK	6.395,40	1,23	111,77	118,50	123,30	3,95	5,32	6,30
1995 2.ÇEYREK	6.845,40	1,07	79,15	89,80	105,90	11,91	14,40	18,16
1995 3.ÇEYREK	7.558,80	1,10	68,65		102,50	6,10		13,77
1995 4.ÇEYREK	8.567,10	1,13	93,00			9,07		
1996 1.ÇEYREK	10.426,50	1,22	108,50	115,60		4,20	5,66	
1996 2.ÇEYREK	12.070,80	1,16	82,50	98,84		3,98	7,51	
1996 3.ÇEYREK	13.474,60	1,12		115,65			15,09	
1996 4.ÇEYREK	15.582,30	1,16		109,10	125,30		9,72	13,21
1997 1.ÇEYREK	18.363,90	1,18			109,02			7,84
1997 2.ÇEYREK	20.969,90	1,14						
1997 3.ÇEYREK	24.959,90	1,19						
1997 4.ÇEYREK	29.698,40	1,19						

(*)REEL HAZİNE BONOSU FAİZLERİ AYNI DÖNEM VE VADEYE DENK GELEN NOMİNAL FAİZLERİN TEFE İLE İNDİRGENMESİ İLE HESAPLANMIŞTIR.

EK TABLO : 9 TL BAZINDA YILLAR İTİBARİYLE 3'ER AYLIK REEL FAİZ MARJI
(HAZİNE BONOSU FAİZLERİ İLE)

YIL/DÖNEM	TL' NİN REEL FAİZ GETİRİSİ (3 aylık) (%)			TL'NİN REEL DÖVİZ GETİRİSİ (3 aylık) ($ BAZINDA %)			TL'NİN REEL FAİZ MARJI (3 aylık) (%)		
	3AY VADELİ	6AY VADELİ	1YIL VADELİ	3AY VADELİ	6AY VADELİ	1YİL VADELİ	3 AY VADEDE	6 AY VADEDE	1 YİL VADED
1990 1.ÇEYREK	-3,25	-2,55	2,63	-4,92	-4,93	-4,70	1,67	2,38	7,33
1990 2.ÇEYREK	4,37	5,52	6,73	8,94	9,10	9,38	-4,57	-3,59	-2,66
1990 3.ÇEYREK	-0,95	-0,22	0,29	-6,19	-6,05	-5,81	5,23	5,82	6,10
1990 4.ÇEYREK	2,35	2,79	3,04	-2,25	-2,10	-1,85	4,60	4,89	4,90
1991 1.ÇEYREK	-0,48	0,84	0,73	8,45	8,61	8,88	-8,93	-7,77	-8,15
1991 2.ÇEYREK	6,64	6,49	6,83	11,20	11,30	11,65	-4,56	-4,82	-4,82
1991 3.ÇEYREK	4,59	4,08	5,57	0,22	0,29	0,61	4,37	3,79	4,97
1991 4.ÇEYREK	5,09	5,55	5,88	-1,62	-1,61	-1,34	6,71	7,15	7,22
							0,00		
1992 1.ÇEYREK	-4,06	-3,44	-3,25	0,15	0,30	0,47	-4,21	-3,74	-3,73
1992 2.ÇEYREK	14,13	14,97	15,06	10,43	10,72	10,84	3,70	4,25	4,23
1992 3.ÇEYREK	4,84	4,94	5,27	-6,04	-5,85	-5,73	10,89	10,79	10,99
1992 4.ÇEYREK	4,84	5,00	5,53	2,08	2,24	2,44	2,76	2,76	3,09
1993 1.ÇEYREK	1,47	2,33	3,52	-2,28	-2,11	-1,94	3,75	4,44	5,45
1993 2.ÇEYREK	8,01	9,66	12,23	4,05	4,22	4,43	3,96	5,44	7,80
1993 3.ÇEYREK	3,17	4,85	7,77	0,99	1,14	1,33	2,18	3,71	6,44
1993 4.ÇEYREK		3,65	7,62	5,18	5,31	5,47	-5,18	-1,66	2,15
1994 1.ÇEYREK	-1,56	-1,87	2,68	16,24	16,41	16,49	-17,80	-18,28	-13,82
1994 2.ÇEYREK	-4,98	-8,33	-2,57	6,91	6,92	7,03	-11,89	-15,25	-9,60
1994 3.ÇEYREK	13,38	17,90		-1,03	-0,79	-0,65	14,41	18,69	
1994 4.ÇEYREK	-0,15	1,59		-9,82	-9,56	-9,41	9,66	11,15	
1995 1.ÇEYREK	3,95	5,32	6,30	-8,56	-8,30	-8,24	12,52	13,62	14,54
1995 2.ÇEYREK	11,91	14,40	18,16	-2,46	-2,16	-2,04	14,37	16,56	20,20
1995 3.ÇEYREK	6,10		13,77	1,57	1,78	1,86	4,54		11,91
1995 4.ÇEYREK	9,07			6,16	6,40	6,48	2,91		
1996 1.ÇEYREK	4,20	5,66		0,20	0,44	0,60	4,00	5,22	
1996 2.ÇEYREK	3,98	7,51		2,19	2,44	2,74	1,79	5,07	
1996 3.ÇEYREK		15,09		1,26	1,56	1,65		13,53	
1996 4.ÇEYREK		9,72	13,21	3,29	3,56	3,71		6,16	9,50
1997 1.ÇEYREK			7,84	2,85	3,02	3,14			4,70
1997 2.ÇEYREK				2,66	2,82	2,91			
1997 3.ÇEYREK				1,07	1,21	1,32			
1997 4.ÇEYREK				0,57	0,86	0,86			

(*) TL BAZINDA REEL FAİZ MARJLARI AYNI VADE VE DÖNEME DENK GELEN TL BAZINDA REEL FAİZ GETİRİ ORANLARINDAN REEL DÖVİZ ($) GETİRİ ORANLARININ FARKI ALINARAK HESAPLANMIŞTIR.(-) RAKAMLAR TL BAZINDA NEGATİF FAİZ MARJINI İFADE ETMEKTEDİR.

EK TABLO: 10	3 AYLIK VADELERDE 100.000.000 TL'NİN TL VE DÖVİZ BAZINDA YATIRIMI İLE ELDE EDİLEN NOMİNAL GELİR (1990 1. ÇEY.-1997 4. ÇEY.)					
YIL/DÖNEM	ORTALAMA DTH($) FAİZLER (3 AYLIK) 3 AY VADELİ	ORTALAMA TL MEVDUAT FAİZ. (3 AYLIK) 3 AY VADEDE	DÖNEM SONU DÖVİZ KURU TL/ABD $	100.000.000TL'NİN VADE SONU NOMİNAL DEĞERİ 1990 1.ÇEY.-1997 2.ÇEY (TL BAZLI YATIRIMDA)	100.000.000TL'NİN VADE SONU ABD $ DEĞERİ 1990 1.ÇEY.-1997 4.ÇEY.	100.000.000TL'NİN VADE SONU NOMİNAL DEĞERİ 1990 1.ÇEY.-1997 4.ÇEY. (DÖV.BAZLI YATIRIMDA)
				100.000.000	43.296	100.000.000
1990 1.ÇEYREK	1,90	1,12	2.484	111.700.000	44.119	109.590.662
1990 2.ÇEYREK	1,90	1,12	2.655	124.768.900	44.957	119.360.511
1990 3.ÇEYREK	1,90	1,12	2.734	139.429.246	45.811	125.247.434
1990 4.ÇEYREK	1,90	1,12	2.927	156.788.187	46.681	136.636.659
1991 1.ÇEYREK	1,90	1,14	3.701	178.307.365	47.568	176.050.710
1991 2.ÇEYREK	1,99	1,16	4.330	205.632.969	48.516	210.073.504
1991 3.ÇEYREK	1,88	1,16	4.719	238.945.510	49.430	233.257.978
1991 4.ÇEYREK	1,66	1,17	5.075	280.581.765	50.249	255.014.903
1992 1.ÇEYREK	1,18	1,17	6.241	328.491.102	50.840	317.290.384
1992 2.ÇEYREK	0,88	1,17	6.868	385.484.308	51.289	362.251.164
1992 3.ÇEYREK	0,79	1,17	7.317	451.594.867	51.695	378.250.780
1992 4.ÇEYREK	0,70	1,17	8.556	528.704.690	52.057	445.396.730
1993 1.ÇEYREK	0,69	1,17	9.451	616.469.669	52.417	495.390.348
1993 2.ÇEYREK	0,73	1,16	10.860	714.950.699	52.797	573.372.626
1993 3.ÇEYREK	0,73	1,16	12.082	829.342.810	53.184	642.567.995
1993 4.ÇEYREK	0,73	1,16	14.458	962.037.660	53.574	774.571.806
1994 1.ÇEYREK	0,90	1,20	22.138	1.154.685.702	54.056	1.196.693.724
1994 2.ÇEYREK	1,16	1,32	31.164	1.525.051.140	54.682	1.704.117.324
1994 3.ÇEYREK	0,98	1,18	34.039	1.797.272.769	55.220	1.879.631.830
1994 4.ÇEYREK	0,76	1,18	38.418	2.118.085.958	55.639	2.137.527.571
1995 1.ÇEYREK	1,01	1,21	41.864	2.565.002.095	56.200	2.362.745.221
1995 2.ÇEYREK	1,00	1,18	42.588	3.035.038.729	56.762	2.417.368.159
1995 3.ÇEYREK	1,38	1,17	48.883	3.558.582.910	57.547	2.813.066.308
1995 4.ÇEYREK	1,33	1,19	59.501	4.245.389.412	58.309	3.469.468.871
1996 1.ÇEYREK	1,33	1,21	70.574	5.140.105.230	59.082	4.169.664.553
1996 2.ÇEYREK	1,38	1,20	81.281	6.160.416.118	59.894	4.868.276.631
1996 3.ÇEYREK	1,38	1,20	90.927	7.386.338.926	60.718	5.520.900.749
1996 4.ÇEYREK	1,50	1,20	107.505	8.856.220.372	61.629	6.625.395.115
1997 1.ÇEYREK	1,49	1,19	126.270	10.556.614.684	62.548	7.897.937.352
1997 2.ÇEYREK	1,59	1,19	146.670	12.583.484.703	63.544	9.319.934.952
1997 3.ÇEYREK	1,87	1,20	169.744	15.141.077.969	64.730	10.987.486.305
1997 4.ÇEYREK	2,04	1,21	204.756	18.279.066.378	66.051	13.524.395.566
TEFE				86,1819		86,1819
REEL DEĞER				212.098.688		156.928.505

EK TABLO: 11	6 AYLIK VADELERDE 100.000.000 TL'NİN TL VE DÖVİZ BAZINDA YATIRIMI İLE ELDE EDİLEN NOMİNAL GELİR (1990 1. YARI- 1997 2. YARI)					
YIL/DÖNEM	ORTALAMA DTH($) FAİZLER (6 AYLIK) 6 AY VADELİ	ORTALAMA TL MEVDUAT FAİZ. (6 AYLIK) 6 AY VADELİ	DÖNEM SONU DÖVİZ KURU TL/ABD $	100.000.000TL'NİN VADE SONU NOMİNAL DEĞERİ 1990 1.YARI.-1997 2.YAR (TL BAZLI YATIRIMDA)	100.000.000TL'NİN VADE SONU ABD $ DEĞERİ 1990 1.YARI.-1997 2.YAR	100.000.000TL'NİN VADE SONU NOMİNAL DEĞERİ 1990 1.YARI.-1997 2.YARI (DÖVİZ BAZLI YATIRIMDA)
				100.000.000	43.296	100.000.000
1990 1. YARI	4,1	24,65	2.655	124.650.000	45.072	119.665.016
1990 2. YARI	4,1	25,23	2.927	156.092.963	46.920	137.333.386
1991 1. YARI	4,13	29,15	4.330	201.594.061	48.859	211.558.789
1991 2. YARI	3,62	31,68	5.075	265.448.980	50.630	256.947.127
1992 1. YARI	2,47	33,28	6.868	353.777.128	51.879	356.303.932
1992 2. YARI	1,86	34,43	8.556	475.564.904	52.843	452.124.113
1993 1. YARI	1,77	34,7	10.860	640.585.926	53.776	584.012.670
1993 2. YARI	1,74	34,65	14.458	862.548.949	54.713	791.041.944
1994 1. YARI	2,23	48,25	31.164	1.278.728.818	55.930	1.743.016.934
1994 2. YARI	2,28	40,65	38.418	1.798.532.082	57.203	2.197.620.264
1995 1. YARI	2,61	41,98	42.588	2.553.465.923	58.695	2.499.699.352
1995 2. YARI	3,14	38,55	59.501	3.537.827.037	60.539	3.602.126.347
1996 1. YARI	3,19	42,18	81.281	5.029.905.589	62.471	5.077.715.243
1996 2. YARI	3,42	42,3	107.505	7.157.555.654	64.611	6.945.979.498
1997 1. YARI	3,41	41,28	146.670	10.111.836.750	66.813	9.799.449.160
1997 2. YARI	4,35	44,7	204.756	14.631.827.777	69.719	14.275.438.663
TEFE				87,30		87,30
REEL DEĞER				167.609.966		163.527.471

EK TABLO: 12 1 YILLIK VADELERDE 100.000.000 TL'NİN TL VE DÖVİZ BAZINDA YATIRIMI İLE ELDE EDİLEN NOMİNAL GELİR (1990 -1997)						
YILLAR	ORTALAMA DTH($) FAİZLERİ (1 YILLIK) 1 YIL VADELİ	ORTALAMA TL MEVDUAT FAİZ. (1 YILLIK) 1 YIL VADELİ	DÖNEM SONU DÖVİZ KURU TL/ABD $	100.000.000TL'NİN VADE SONU NOMİNAL DEĞERİ 1990 1.ÇEY.-1997 2.ÇEY. (TL BAZLI YATIRIMDA)	100.000.000TL'NİN VADE SONU ABD $ DEĞERİ 1990 1.ÇEY.-1997 4.ÇEY.	100.000.000TL'NİN VADE SONU NOMİNAL DEĞERİ 1990 1.ÇEY.-1997 4.ÇEY. (DÖVİZ BAZLI YATIRIMDA)
				100.000.000	43.296	100.000.000,00
1990	9,23	57,43	2.927	157.430.000	47.293	138.425.660,00
1991	8,93	66,1	5.075	261.491.230	51.516	261.443.248,00
1992	4,93	73,65	8.556	454.079.521	54.056	462.500.102
1993	4,23	74,45	14.458	792.141.724	56.342	814.595.516,00
1994	4,98	102,68	38.418	1.605.512.847	59.148	2.272.349.429,00
1995	6,1	91,65	59.501	3.076.965.371	62.756	3.734.048.994,00
1996	7,33	92,8	107.505	5.932.389.234	67.356	7.241.116.589,00
1997	8,07	92,9	204.756	11.443.578.833	72.792	14.904.543.018
TEFE				86,00		86,00
REEL DEĞER				132.784.028		172.942.860

EK TABLO 13 : ENFLASYON ORANI	
YILLAR	ENFLASYON TEFE (1987 = 100)
1988	58,6
1989	63,9
1990	52,3
1991	55,3
1992	62,1
1993	58,4
1994	120,7
1995	88,5
1996	74,6

Kaynak: TCMB Yıllık Raporlar

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

EK TABLO 14 : 3'ER AYLIK DÖNEMLER İTİBARİYLE . 3 AY,6 AY,1 YIL VADELİ DTH FAİZLERİ(1990-1997)			
3'ER AYLIK DÖNEMLER/ YILLAR	DTH FAİZLERİ 3 AY VADELİ	DTH FAİZLERİ 6 AY VADELİ	DTH FAİZLERİ 1 YIL VADELİ
Mar.90	7,9	8,5	9,5
Haz.90	7,9	8,5	9,5
Eyl.90	7,9	8,5	9,5
Ara.90	7,9	8,5	9,5
Mar.91	7,9	8,5	9,5
Haz.91	7,9	8,3	9,7
Eyl.91	7,4	7,4	8,8
Ara.91	5,9	6,1	7,0
Mar.92	4,3	5,1	5,8
Haz.92	3,4	4,0	4,8
Eyl.92	3,0	4,1	4,4
Ara.92	2,8	3,5	4,2
Mar.93	2,7	3,4	4,2
Haz.93	3,1	3,6	4,6
Eyl.93	2,9	3,5	4,2
Ara.93	3,0	3,5	4,1
Mar.94	3,6	4,2	4,5
Haz.94	4,9	5,0	5,3
Eyl.94	3,6	4,7	5,2
Ara.94	3,0	4,2	4,8
Mar.95	3,8	5,1	5,4
Haz.95	4,1	5,3	6,0
Eyl.95	5,5	6,4	6,6
Ara.95	5,2	6,4	6,6
Mar.96	5,4	6,4	7,2
Haz.96	5,5	6,5	7,7
Eyl.96	5,5	7,0	7,5
Ara.96	6,3	6,7	8,0
Mar.97	6,0	6,8	7,1
Haz.97	6,8	7,3	7,6
Eyl.97	7,9	8,9	9,0
Ara.97	8,1	9,2	9,3

Kaynak: TCMB , Aylık Raporlar

EK TABLO 15 : 1990-1997 DÖNEMİ AYLIK DÖVİZ KURLARI (TL/ABD $) VE ARTIŞ ORANLARI (%)					
AY/YIL	D.KURU (TL/ABD$)	D.KURU ARTIŞI(%)	AY/YIL	D.KURU (TL/ABD$)	D.KURU ARTIŞI(%)
1990/1	2328,5		1994/1	15164,2	
1990/2	2377,6	2,109	1994/2	17704,9	16,75
1990/3	2452,7	3,16	1994/3	20323,2	14,79
1990/4	2502,7	2,04	1994/4	32158,3	58,23
1990/5	2547,5	1,79	1994/5	33880,3	5,35
1990/6	2626,4	3,10	1994/6	31682,6	-6,49
1990/7	2662,2	1,36	1994/7	30969,8	-2,25
1990/8	2677,3	0,57	1994/8	31664,0	2,24
1990/9	2715,8	1,44	1994/9	33916,5	7,11
1990/10	2739,7	0,88	1994/10	34882,2	2,85
1990/11	2773,4	1,23	1994/11	36258,3	3,94
1990/12	2871,1	3,52	1994/12	37402,8	3,16
1991/1	2982,7	3,89	1995/1	40156,9	7,36
1991/2	3131,4	4,99	1995/2	40977,2	2,04
1991/3	3527,0	12,63	1995/3	41671,2	1,69
1991/4	3794,5	7,59	1995/4	42200,0	1,27
1991/5	3933,3	3,66	1995/5	42839,0	1,51
1991/6	4227,0	7,47	1995/6	43077,0	0,56
1991/7	4373,1	3,46	1995/7	44348,0	2,95
1991/8	4507,8	3,08	1995/8	46501,5	4,86
1991/9	4647,4	3,10	1995/9	47653,2	2,48
1991/10	4842,9	4,21	1995/10	49874,4	4,66
1991/11	4946,4	2,14	1995/11	52255,0	4,77
1991/12	5049,3	2,08	1995/12	56587,5	8,29
1992/1	5306,8	5,10	1996/1	60291,3	6,55
1992/2	5659,6	6,65	1996/2	63893,3	5,97
1992/3	6091,1	7,62	1996/3	68105,3	6,59
1992/4	6414,1	5,30	1996/4	72361,4	6,25
1992/5	6707,0	4,57	1996/5	76535,0	5,77
1992/6	6878,5	2,56	1996/6	79478,5	3,85
1992/7	6939,2	0,88	1996/7	82495,1	3,80
1992/8	7087,8	2,14	1996/8	84695,3	2,67
1992/9	7274,3	2,63	1996/9	88624,6	4,64
1992/10	7570,6	4,07	1996/10	93413,1	5,40
1992/11	8110,1	7,13	1996/11	98233,6	5,16
1992/12	8345,1	2,90	1996/12	104297,5	6,17
1993/1	8694,4	4,19	1997/1	111818,4	7,21
1993/2	9031,6	3,88	1997/2	118906,7	6,34
1993/3	9376,3	3,82	1997/3	124559,0	4,75
1993/4	9544,0	1,79	1997/4	130831,4	5,04
1993/5	9960,7	4,37	1997/5	136766,7	4,54
1993/6	10463,9	5,05	1997/6	143732,9	5,09
1993/7	11164,3	6,69	1997/7	152826,1	6,33
1993/8	11623,1	4,11	1997/8	162989,1	6,65
1993/9	11858,6	2,03	1997/9	169744,1	4,14
1993/10	12483,5	5,27	1997/10	177478,2	4,56
1993/11	13350,7	6,95	1997/11	186572,0	5,12
1993/12	14034,0	5,12	1997/12	199050,9	6,69

Kaynak: TCMB , Aylık Raporlar

ÖZET

Bu çalışmanın temel amacı para ikamesi olgusunun genel olarak neden ve sonuçlarını ortaya koyabilmektir. 1970 sonrası dünya finans piyasalarında başlayan serbestleşme hareketleriyle paralellik arzeden olgunun sözkonusu hareketlerle nedensellik ilişkisi içinde değerlendirilmesi hedeflenmiştir. Ayrıca analiz için 1980'lerden itibaren yabancı para kullanımının önem kazandığı yüksek enflasyonlu ve sanayileşmekte olan bir ülke olarak Türkiye ele alınmıştır.

Çalışmanın I. Bölümü para ikamesinin neden ve sonuçlarına yönelik teorik tartışma ile başlamakta, ardından literatürdeki çalışmalarla ilgili bilgi aktarılmaktadır. II. Bölümde Türkiye ekonomisinde 1980 sonrası başlayan para ikamesi süreci finansal piyasalardaki serbestleşme hareketleri paralelinde değerlendirilerek 1990 sonrasında nasıl bir değişim yaşandığı çeşitli finansal göstergelerle ortaya konmuştur.

Literatürdeki çalışmalarda para ikamesinin tanımlanması ile ilgili bir karışıklık sözkonusudur.. Bununla birlikte para ikamesi olgusunu en genel anlamı ile "ulusal paranın geleneksel fonksiyonlarının yabancı paralara geçmesi" şeklinde tanımlamak mümkündür.

1970'lerin başından itibaren dünya finans piyasalarında görülen serbestleşme hareketleri yabancı paraların değer stoku, hesap birimi ve muamele amaçlı kullanımını önemli ölçüde arttırmıştır. Para ikamesi açısından ülkeler

arasında görülen farklılıkların açıklanmasında finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi ile sözkonusu piyasaları düzenleyici faaliyetlerin önemli rol oynadığı söylenebilir.

Gelişmiş ve dünya piyasaları ile bütünleşmiş sermaye piyasalarına sahip sanayileşmiş ülkelerdeki para ikamesi bu ülkelerin portföy düzenlemelerinin ve uluslararası ticari faaliyetlerdeki değişim maliyetlerinin minimize edilme çabalarının sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Diğer yandan gelişmekte olan ülkelerdeki para ikamesi derecesinin ise gelişmemiş finansal piyasalar ile yüksek ve değişken enflasyon oranlarına çok sıkı bağımlı olduğu görülmektedir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin paraları ülke dışında itibar görmediğinden bu ülkelerde simetrik olmayan (tek yanlı) bir para ikamesinden bahsetmek de yanlış olmamaktadır. Bu durum para ikamesini gelişmekte olan ülkeler açısından çok daha önemli bir olgu haline getirmektedir.

Türkiye ekonomisi para ikamesi olgusuyla 1980'lerin başında ekonomik istikrar ve finansal serbestleşme programı sonrasında tanışmıştır. 1980'li yıllarda Türk finans piyasalarında yapısal ve kalıcı bazı gelişmeler olmakla birlikte sözkonusu piyasalar yeterince gelişememiş ve dünya piyasaları ile tam olarak bütünleşememiştir. Türkiye'deki finansal serbestleşme hareketleri içinde 1980 yılında faiz oranlarının serbest bırakılması, 1984 yılında yurtiçi yerleşiklere yurtiçi bankalarda döviz hesabı açtırabilmeleri olanağının tanınması ve 1989 yılında 32 sayılı karar çerçevesinde sermaye hareketlerinin tamamen serbestleşmesi önemli adımlar olmuştur.

Türkiye ekonomisinde dolarizasyon süreci 1984 yılında yurtiçi yerleşiklere yurtiçi bankalarda döviz tevdiat hesabı açabilme hakkının verilmesinden sonra başlamış ve 1980'li yılların sonuna kadar artan bir hızla devam etmiştir. 1989 yılında 32 sayılı kararla tamamen serbestleşen sermaye hareketlerinin ardından döviz kuru artışının üzerinde reel getiri sağlayan Türk Lirası faizlere rağmen dolarizasyonun düşmediği görülmüştür.

1990'lı yıllarda döviz tevdiat hesaplarının gerek hacimsel olarak gerekse toplam mevduatlar , M2Y ve finansal sistemin büyüklüğünü daha iyi yansıtan toplam yurtiçi mali varlıklar içindeki payının da sürekli artması hysteresis haline gelen döviz talebinin tespiti açısından önemlidir.

1990'lı yıllarda Türk Lirası cinsinden finansal varlıkların reel getirisi dövizin reel getirisinin üstünde olmasına rağmen tasarruf sahiplerinin bankalarda döviz hesabı açtırmaya devamı şeklindeki davranışları aynı dönemde döviz yükümlülüklerini döviz cinsinden varlıklarının üzerine çıkaran ve açık döviz pozisyonu yaratarak Türk Lirası menkul kıymetlere yatırım yapan ticari bankalara göre farklılık arz etmektedir. Dolayısıyla tasarruf sahipleri açısından reel getiri avantajı Türk Lirası'na olan güvensizliği kaldıramamış gözükmektedir. Türk Lirası'na yatırım yapmayı getiri avantajına rağmen riskli bulan tasarruf sahiplerinin bu davranışları ekonomide süregelen istikrarsızlıklar, gelecekle ilgili enflasyonist bekleyişler, siyasi belirsizlik ve kriz dönemlerinde yoğunlaşan ancak genel eğilimi itibariyle oynak olan fiyat ve döviz kurları ile piyasalar ve finansal

araçlar hakkında tam bilgilenememe, likidite sorunu ve açıklanamayan faktörler gibi temel saiklerin etkisi ile açıklanabilir.

1980'li yılların ikinci yarısından itibaren başlayan ve etkisi artarak devam eden dolarizasyon sürecinin 1990'lı yıllarda Türk Lirası'nın reel gelir avantajına rağmen tersine döndürülemediği tespit edilmiş olmakla beraber bu tespite neden olan tasarruf sahiplerinin davranışları ardındaki temel saiklerin analitik bir bakış açısıyla incelenmesinin çok daha geniş ve farklı bir çalışma gerektirdiği ve böyle bir çalışmanın Türkiye ekonomisinde para ikamesi olgusunun açıklanması açısından önemli olacağı düşünülmektedir.

ABSTRACT

This study seeks to investigate the causes and consequences of currency substitution in general. It has aimed to evaluate the phenomenon in relation with the financial liberalization process implemented since 1970s. The individual analysis has concentrated on a newly industrializing, high inflation economy, namely Turkey where the use of foreign currencies has gained importance after 1980s.

The first chapter starts with the theoretical discussion of the causes and consequences of currency substitution. After this, a survey of studies in literature have been given. In the second chapter currency substitution started after 1980 in Turkish economy has been overviewed together with the liberalization in financial markets and the reasons of ongoing dolarization after 1990 have been analysed by using financial indicators..

The literature on currency substitution is plagued by confusion regarding its proper definition. Nevertheless, currency substitution can be defined in broad sense as the replacement of domestic currency in its traditional functions by foreign currencies.

After the beginning of 1970s, liberalization of financial markets has gradually increased the scope of using foreign exchange as a store of value, a unit of account and a medium of exchange. The development stage and regulatory

framework of financial system are crucial factors in order to explain differences in the degree of currency substitution across countries.

Currency substitution in industrialized countries which have developed capital markets and a high degree of world market integration can be viewed as the result of portfolio diversifications and of the need to minimize transaction costs in international trade operations. On the other hand, the degree of currency substitution in developing countries is strongly related to underdeveloped financial markets and high and volatile inflation rates. That there is no foreign demand for the currencies of developing countries refers unsymmetrical currency substitution. This feature makes currency substitution phenomenon crucial for developing countries more than developed countries.

Turkish economy has faced the phenomenon of currency substitution after the stabilization and financial liberalization program in early 1980s. Although there have been substantial developments in Turkish financial markets during 1980s, they haven't been fully developed and integrated with the rest of the world. Finacial liberalization process in Turkey has three important steps. The first one is liberalization of interest rates in 1980, the second one is the right of having foreign exchange deposits in domestic banks for households in 1984, the last one is the liberalization of capital movements in 1989.

Currency substitution in Turkish economy started in 1984 after the households have been given the right of holding foreign exchange deposits in

domestic banks. Dollarization has been lasting until the end of 1980s by an increasing rate. Although domestic assets have had higher positive real return than foreign currencies during 1990s, the demand for foreign currency, which was independent of the real return advantage of Turkish Lira, hasn't been prevented.

The main indicator to determine the demand for foreign currency, which has become hysteresis in 1990s, is the increasing share of foreign exchange deposits in total domestic financial assets in addition to the increasing shares of foreign exchange deposits in total deposits and M2Y.

Behavior of households who continued to have foreign exchange deposits in domestic banks during 1990s was different from the behavior of commercial banks who increased their liabilities in terms of foreign exchange and invested on securities in terms of Türkish Lira. In spite of real return advantage of Turkish Lira during 1990s, the behavior of households indicates a lack of confidence for Turkish Lira which can be explain by structural instabilities in the economy, negative expectations about ongoing inflation , volatile prices and exchange rates, lack of information about financial markets and financial instruments, liquidity problems and undetermined factors.

Analysis behind the behavior of households exceeds the scope of this study. It's thought that such a study will be very useful in order to determine the main reasons of currency substitution which has became hysteresis in 1990's in spite of real return advantage of Turkish Lira.

KAYNAKÇA

1- AARLE, Bas Van, BUDINA, Nina (1995), **Currency Substitution in Eastern Europe**, Working Paper, Cerge – El, Charles University, Praque.

2- AKYÜZ, Yılmaz, (1993), **Financial Liberalization**, The Key Issues, S.. 56, UNCTAD.

3- BERGSTRAND Jeffrey H., BUNDT Thomas P. (1990), **"Currency Substitution and Monetary Autonomy: The Foreign Demand for US Demand Deposits"** , Journal of International Money and Finance, S.9, s. 325 – 334.

4. BERKSOY T., BORATAV K. (Genel Editörler) (1993), **Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, İktisat Politikası Seçenekleri 2, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul.

5. BERKSOY, Taner (1995), **"Türkiye Ekonomisinde Değişim ve Kriz: 24 Ocak 1980'den 5 Nisan 1994'e",** '93 – 94' Petrol – İş Yıllığı, Yayın No. 31, s. 596 – 622.

6- BORATAV K - TÜRKCAN E. (Genel Editörler) (1993), **Türkiye'de Sanayileşmenin Yeni Boyutları ve Kitler**, İktisat Politikası Seçenekleri 1, Tarih Vakfı Yayınları, İstanbul.

7. BRAND, Diana (1995), **Currency Substitution in Developing Countries: Theory and Empirical Analysis for Latin America and Eastern Europe**, Publication of IFO, München.

8. CALVO Guillermo, - VEGH A. CARLOS (1992), **"Currency Substituon in Developing Countries: An Intruduction"**, Revista de Analysis Economico, June 1992, S. 7, s. 3. – 22

9. CANZONERI Mattew B., DIBA, Behzad T. (1992), **"The Inflation Discipline of Currency Substitution"**, European Economic Review, S. 36 s. 827 – 845.

10. CLEMENTS, Benedict., SCHWARTZ, Gerd (1993), **"Currency Substitution of Bolivia**, World Development, S. 21, s. 675 – 704.

11. COLLINS Susan M. (1992), **"Capital Flows to Developing Countries: Implications from the Economies in Transition?"**, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1992, s. 349 – 377.

12. CUDDINGTON, John. (1982), **"Currency Substitution, Capital Mobility and the Demand for Money"**, Working Paper, Stanford Universty.

13. CUDDINGTON, John. (1983), **"Currency Substitutability Capital Mobility and Money Demand"**, Journal of International Money and Finance, S. 2 s. 111 – 133.

14. DICKEY. D. A., FULLER W.A., (1981), **"Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root"** Econometrica, S. 49 (4), s. 1057 – 1073

15. DRAZEN, Allan., HELPMAN, Elhanan. (1990), **"Inflationary Consequences of Anticipated Macroeconomic Policies"**, Review of Economic Studies, S. 57, s. 147

16. DREES B. - CLIFTON E. - LIPWORTH G., (1994), **TURKEY: Selected Background Issues and Statistical Appendix**, IMF, Mart 1994.

17. EKİNCİ, Nazım. (1991), **"Para Politikası, Faiz ve Döviz Kuru"**, İşletme ve Finans, Yıl 6, S. 58.

18. FASANO – FILHO, Ugo. (1984), **"Currency Substitution, Fixed Exchange Rates and Income Stabilization: The Case of European Monetary Union"**, Graduate Student Working Paper, University of Illinois at Urbana – Champaign, s.5.

19. FASANO – FILHO, Ugo, (1984), **"Currency Substitution and Liberalization: The Case of Argentina",** Gower Publishing Company Limited, Great Britain.

20. GIOVANNINI, A., TURTELBOOM, B. (1992), **"Currency Substitution"**, NBER Working Paper, Cambridge, S. 4232...

21. GOLİKOV Demid. (1998), **"Currency Substitution in a Post-High. Infalation Economy: A Mode with Adjustment Costs"**, Central and East European Research Center at Warsaw.

22. GRILLI Vittorio., FERRRETTI, Gian Maria Milesi. (1995), **"Economics Effects and Structural Determinants of Capital Controls"**, IMF Staff Papers, C. 42, S. 3, S. 517 –551.

23. GRINOLS Earl L., TURNOVSKY Stephen J. (1994), **"Exchange Rate Determination and Asset Prices in a Stochastic Small Open Economy"**, Journal of International Economics, S. 36, s. 75 – 97.

24. GUIDOTTI, Pablo E., – ROGRIGUEZ, Carlos A., (1992), **"Dollarization in Latin America: Greshamm's Law in Reverse?"**, IMF Staff Papers, 1992, C. 39, No.3, s. 518 – 544

25. GUIDOTTI, Pablo E. – VEGHT, Carlos A. (1993/a) **"The Optimal Inflation Tax, When Money Reduces Transactions Cost a Consideration"**, Journal of Monetary Economics, 1993, S.31, s. 189 – 205.

26. GUIDOTTI, Pablo E., – VEGH, Carlos A. (1993/b), **"Currency Substitution and Optimal Infaltion Tax",** Economic Letters, S. 42, s. 65 – 70.

27. IZE Alain, YEYATI, Eduardo Levy., **"Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications"** IMF Working Paper, 1998

28. İMROHOROĞLU, S. (1991), **"An Emprical Investigation of Currency Substitution"**, Unpublished Manuscript, University of Southern California..

29. KIMBROUGH, K. , (1991), **"Optimal Taxation an Inflation in an Open Economy"**, Journal of Economic Dynamics and Control, S. 15, s. 179 – 196.

30. KUCZYNSKI Pedro – Pablo (1992), **"International Capital Flows to Latin America: What is the Promise?"**, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, s. 323 –335.

31. Dr. MARASHDEH, Omar, (1997), **"The Demand for Money in an Open Economy: The Case of Malaysia"**, Presentation Paper for Souther Finance Association Annual Meeting, November 1997, Baltimore, Maryland, USA.

32. McKınnon, R. , (1982/a); **"Currency Substitution and Instability in the World Standart"**, American Economic Review, 1982, C. 7, s. 320 – 333.

33. MELVIN, M. , (1988), **"The Dollarization of Latin America as a Market – Enforced Monetary Reform: Evidence and Implications"**, IMF Staff Papers, C. 36, s. 543 – 558.

34. MELVIN, M., LADMAN J. (1991), **"Coca Dollars and the Dollarization of South America"**, Journal of Money, Credit and Banking, C. 23 S. 1 – 4, s.752 – 763.

35. MILES, Marc A. (1978), **"Currency Substitution, Flexible Exchange Rates and Monetary Inpendence"**, American Economic Review, 1978, C. 68, s. 428 – 436.

36. ORTIZ, G. (1983), **"Currency Substitution in Mexica: The Dollarization Problem"**, Journal of Money, Credit and Banking, 1983, C. 15, s. 174 – 185.

37. ÖNDER, İ., TÜREL, - O., EKİNCİ, N., SOMEL, C. (1993), **Türkiye'de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar**, Türkiye Araştırmaları 2, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İst.

38. ÖZATAY, F., ÖZTÜRK E., SAK, G. (1996), **"1980 Sonrasinda Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları"**, TÜSİAD, 1996, Yayın No. TÜSİAD-T/96-1/189

39.ÖZATAY, F. , (1995), **"1994 Krizinden Alınacak Dersler: Kamu İç Borç Yönetiminde Yapılan Yanlışlıklar ve Güven Bunalımı"**, İşletme ve Finans Dergisi, S. 109.

40. PEKKAYA, S., KESİCİ, S. (1999), **"Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Mali Kesim, Bankacılık Sektörü Aracılığıyla Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri"** Analiz ve Değerlendirme, Gazi Üniversitesi İktisat Bilim Dalı Doktora Semineri, Haziran 1993.

41. PHILIPS, Peter C. B., PERRON, Pierro. (1988), **"Testing for a Unit Root in Time Series Regression"**, Biometrica, C. 75, S. 2, s. 335 – 346.

42. RAMIRES – ROJAS, C.L. (1985), **"Currency Subtitution in Argentina, Mexico and Uruguay"**, IMF Staff Papers, 1985, C. 32, s. 629 –667.

43. ROGERS, John H. , (1992), **"Convertibility Risk and Dollarization in Mexico: A Vectorautoregressive Analysis"**, Jornal of International Money and Finance, .C. 11, s. 188 –207.

44. ROGERS, John H. (1992), **"The Currency Substitution Hypothesis and Relative Money Demand in Mexico and Canada"**, Journal of Money, Credit and Banking, 1992, C. 24, s.300 – 318.

45. SARAÇOĞLU, Rüşdü. (1997), **"Financial Liberalization in Turkey"** , İşletme ve Finans, 1997. S. 132, s. 5 – 18.

46. SARGENT, T., WALLACE, N. (1981), **"Same Unpleasant Monetarist Aritmetic"**, Federal Reserve Bank of Mineapolis Quarterly Review, s. 1 – 17.

47. SAVASTANO, M. (1992), **"The Pattern of Currency Substitution in Latin America: An Overview"**, Revista de Analisis Economica, 1992, C. 7, s. 29 –72.

48. SELÇUK, Faruk, (1993), **"Reel Döviz Kurları Üzerine"**, İşletme ve Finans, 1993, S. 84, s. 9 – 18.

49. SELÇUK, Faruk, (1994), **"Currency Substitution in Turkey"**, Applied Economics, C. 26, s. 509 – 518.

50. SELÇUK, Faruk. (1994), **Monetary Shocks and Real Exchange Rate in Turkey**, Bilkent University, Ankara, Turkey.

51. TANZI, V., BLEJER, M.I. (1982), **"Inflation, Interest Rate Policy and Currency Substitution in Developing Economies: A Discussion of Some Major Issues"**, World Development, C. 10, S. 9, s. 781 – 789.

52. T.C. Başbakanlık HDTM, **1989 – 1997 Dönemleri Temel Ekonomik Göstergeler; Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri (1988-1997)** 3'er aylık periyodik yayınları

53. TCMB **1985 - 1997 Dönemi Yıllık Raporlar**

1985 - 1997 Dönemi 3 Aylık Bültenler

1985 – 1997 Dönemleri Aylık Raporlar

54. THOMAS Lee R. , (1985), **"Portofolio Theory and Currency Substitution"**, Journal of Money, Credit and Banking, S. 17, s. 347 – 357.

55. UYGUR. E., (1993), **"Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey",** UNCTAD, Discussion Papers, S. 65.

56. VEGH, Carlos A. , (1989 a), **"The Optimal Inflation Tax in the Precence of Currency Substitution"**, Journal of Monetary Economics, C. 24, s. 139 – 146.

57. VEGH, Carlos A. , (1989 b), **Government Spending and Inflationary Finance: A Public Finance Approach**", IMF Staff Papers, 1989, C. 36, s. 657 – 677

58. VEGH, Carlos A. (1995), **"Inflationary Finance and Currency Substitution in a Public Finance Framework"**, Journal of International Money and Finance, 1995, C. 14 S. 5, s. 679 – 693.

59. YELDAN, E. (1996); **"Az Gelişmiş Ülkelere Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri Üzerine Gözlemler"**, İktisat Dergisi, Ekim – Kasım 1996.

60. YELDAN, E., BALKAN, (1996), **"Sıcak Para ve Türkiye"**, Yazı Dizisi 30/7 – 2/8 1996 tarihli Cumhuriyet Gazeteleri.

61. ZOU Heng – Fu, (1993); **"Dollarization and Inflation in a Two Country Optimization Model"**, Journal of International Money and France, S. 12, s. 209 - 220

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ