

## TÜRKİYE'DE 1990 SONRASI İZLENEN FAİZ POLİTİKASI

Bora SÜSLÜ\*

### ÖZET

Türkiye'de son on yılda faizler ekonominin absorbe edebileceği oranın çok üzerine çıkmıştır. Yüksek faizler maliyetleri yükseltmesi nedeniyle enflasyonu yükseltmiş, gerek kamunun borçlarını hızla artırarak bütçe yapısının bozulmasına, gerekse alternatif maliyetleri artırarak paranın kısa vadeli spekülasyon alanlarına kaymasına neden olmuştur. Dolayısıyla faiz çok stratejik bir değişkendir. Bu çalışmada 1990 'lı yıllar boyunca faizi etkileyen nedenler ve faizin neden olduğu sonuçlar incelenmiştir

### ABSTRACT

In Turkey, during the last decade, the interest have risen up higher than the rate which can be absorbed by the economy. High interests, brought about both the rise in the inflation by rising the costs and the deterioration in the budgeted structure by rising public loans, and the money moving toward short term speculative gains by rising alternative costs. Because of this, interest is very strategic variable. This study dwells on the causes that effect interest and results that brought about by interest during the 1990's

### GİRİŞ

Türkiye'de faizler son on yıl süresince % 100'lerin üzerinde seyretmiştir. Faizlerin yüksek bir düzeyde seyretmesi, gerek kamunun gerekse özel kesimin finansman yükünü önemli ölçüde artırmıştır. Bu dönemde yüksek faiz düzeyini açıklayıcı çeşitli hipotezler veya tezler Türkiye ekonomisi için sunulmuştur. Bazılarına göre piyasanın tekelci yapısından bazılarına göre de sadece kamudan kaynaklanan yüksek faizler, gerek üreticilerin gerekse tüketicilerin refah düzeyinin kötüleşmesine neden olmuştur. Gerçekten de yatırım-tasarruf dengesini sağlamada, uluslararası sermaye akımlarını etkilemede kritik bir fiyat olan faizi incelemek son on yılın Türkiye ekonomisini değerlendirmek açısından zorunludur.

### I-Türkiye'de Finansal Serbestleşme ve Faizin Gelişimi

1989 sonrası sosyalizmin çöküşü kapitalizmin tek kalışı ile rekabet ve sermayenin küreselleşmesi hız kazandı. Küreselleşmenin hız kazanması krizler arasındaki süreleri kısalttı. Krizler 3-4 yılda bir tekrarlanır hale geldi. Dolayısıyla her on yılda yaşanan krizler daha sık yoğunlukta yaşanmaya başladı.

1989'un ikinci yarısında da TL'nin konvertibl hale gelmesi ile birlikte Türkiye de küreselleşme sürecine entegre olmuştur. Bu entegrasyonun sonunda

---

\*Araş.Gör., Muğla Üniversitesi. İ.İ.B.F. İktisat Bölümü.  
e-mail: sbora@mu.edu.tr

%70-80 civarında adeta içselleşen enflasyon ve gelir dağılımı bozulan bir ülke haline gelmiştir.<sup>1</sup>

1989'un ikinci yarısında konvertibiliteye geçiş ile birlikte mal ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar kalkmıştır. GATT, Avrupa Birliği ile olan anlaşmalarla bu iyice pekiştirilmiştir. Böylece döviz cari işlemlerin sonucundan etkilenen bir büyüklük olmaktan çıkıp, sermaye hareketleri etkisine girmiştir. Cari işlemler açığı büyürken döviz fiyatı değişmiyor bu da içerideki enflasyon ile birleşince Türk Lirasını aşırı değerlendiriyordu. Yani ihracat caydırılıp ithalat azdırılıyordu. Bunun da finansmanı, faiz oranlarının reel açıdan yüksek düzeyde tutularak kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye'ye girmesi ile sağlanıyordu.

1988-1989 stagflasyonunu aşmak için hükümet, yurt dışındaki kısa vadeli sermaye hareketlerini yurtiçine çekmeyi düşündü. Bunun tek yönlü bir hareket olacağını varsaydı. 32 nolu kanun hükmünde kararname ve değişiklikleriyle, Türkiye'nin sermaye hareketleri açısından en serbest ülkelerden biri haline getirilmesinin bir nedeni de bu durumdu. Kararname ile ithalat fonları hızla düştü ve IMF tarafından TL konvertibilitesi onaylandı. Türkiye sadece ödemeler bilançosu sermaye hesabı kalemlerini serbestleştirmekle kalmadı, mal piyasaları da serbestleşti. Yurt içinde döviz ile TL birbirine tam ikame edebilir hale geldi.<sup>2</sup> Bu düzenleme sonucu sadece cari açıkları finanse etmede başvuru olan kısa vadeli sermaye hareketleri ekonomide kaynak yetersizliğimizi gideren bir araç haline dönüşmüştür. Aşağıda tablo.1'de de görüldüğü gibi kısa vadeli sermaye hareketleri ile cari açıklar arasındaki oran 1/3 olmuştur. Bu yol ekonomiyi kısa dönemde rahatlatırken uzun dönemde önemli bir faiz yükü ve istikrarsız sermaye hareketlerini getirdi. Kısa vadede yüksek kar veya faiz nedeniyle yurtiçine gelen sermaye faizleri nispeten düşürerek ve kârları bastırarak ekonomiyi rahatlatmaktadır. Bu ekonomiye "pembe ekonomi" adı da verilmektedir. Yabancı sermaye ekonomiyi terk edebilir. Bu da yukarıda anlatılan mekanizmanın tam tersi bir etki yaratabilir.

**Tablo 1:** Türkiye Sermaye Akımları ve Cari İşlemler Dengesi

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Cari İşlemler Dengesi	961	-2625	250	-974	-6433	-2631	-2339	-4393	-2760	1844
Kısa Vadeli Sermaye	-984	3000	-3020	1396	3054	-9127	3713	5943	1761	2872

Kaynak: TCMB.gov.tr

<sup>1</sup>Gülten Kazgan, **Tanzimattan XXI yy. Türkiye Ekonomisi 1. Küreselleşmeden 2.Küreselleşmeye**, Altın Kitapevi, Mayıs 2000, İstanbul,s. 175

<sup>2</sup>Kazgan ,a.g.e , s.189

1989 yılında Türk lirasının konvertibl hale getirilmesi ile beraber uluslararası sermayeye entegre olan Türkiye sıcak para politikası uygulama adına kamu kesiminin Merkez Bankasından borçlanması durdurulmuş, kamu açıkları iç borçlanma ile karşılanma yoluna gidilmiştir. Tabii bu piyasada serbest olan faizleri yükseltmiştir. Faizin yükselmesinde dışardan sermaye çekmek isteyen bizim gibi gelişmekte olan ülkeler (AGÜ) enflasyonlu bir ortamda, ülke içindeki nominal faizin en az, Libor artı ülkenin riziko primi artı devalüasyon beklentisini aşan bir düzeyde olmasını gerektirir<sup>3</sup>.

Mali piyasaların serbestleşmesi ile birlikte uluslar arası sermayeye entegre olunması hükümetlerin para politikaları üzerindeki egemenliği sona ermiştir. Faiz oranı, döviz kuru gibi fiyatlar ülkelerin büyüme ve istikrar hedeflerine göre değil uluslararası sermayelerin kâr beklentisine göre hesaplanmaya başlanmıştır.<sup>4</sup>

Para ve sermaye piyasaları büyük, çok gelişmiş ülkeler hariç diğer bütün ülkeler için döviz fiyatı politikası veya daha geniş tanımıyla kambiyo rejimi seçimi, tek başına en önemli karardır.

- Ülkenin kendi ekonomik politikasını, kendisinin oluşturma özgürlüğünü
- Alacağı ekonomik kararların etkinliğini,
- Mali sistemin istikrarını,
- Ülke ekonomisinin ne yönde gelişeceğini belirleyen bir numaralı unsurdur<sup>5</sup>.

1980 sonrası gelişmiş ülkelere ait fonlar yeni yatırım alanları arıyordu. Türk Lirası konvertibilitesi ile bu fonların Türkiye’ye serbest bir şekilde giriş-çıkışına izin veriliyordu (Konvertibiliteye geçiş 1989 Ağustos ayında 32sayılı kararname ile gerçekleşmiştir) Serbestleşme sadece sermaye hesabındaki kalemlerle değil mali piyasalarda serbestleşmeyi de getirmiştir. Gelişmiş ülkelerin fonları gelişmekte olan ülkelere ya hisse senedi fiyatlarının şişirildiği yada faiz oranlarının reel anlamda yüksek tutulduğu için geliyorlardı

1989 yılından serbest faiz politikası ile beraber pozitif reel faiz politikası izlenilmeye devam edilmiştir. Ancak bu sefer tasarrufları artırıp bankalardaki fonları arttırmak için değil, stagflasyonu aşmak ve kısa vadeli sermayeyi ülkeye çekmek esas amaçtı. Yabancı fonların geliş nedeni de bu yüksek faizlerden faydalanmaktı.

1990’lı yıllarda reel faizlerin yüksek seyretmesi devletin kısa vadeli finansmanını kolaylaştırmak amaçlıydı. Türkiye’de birikim düzeyi düşük, kamu

<sup>3</sup>Firtz Gerald, “Short Term Capital Flows, The Real Economy And Distribution in Developing Countries”, www.Qub.Uk.

<sup>4</sup>Gülten Kazgan, “Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen” ,Altın Kitapevi Yayını, 1997 İstanbul s.139

<sup>5</sup>Ege Cansen , “Bankacılık Krizleri 2”,Hürriyet Gazetesi, 21/06/2000

kesimi finansman açığı 1990'lı yıllarda iyice büyüdüğü için faizler yükselmiştir. Yüksek faizler ile gelen kısa vadeli sermaye ödemeler dengesindeki açığı finanse etmiştir. Bu da dış ödemeler dengesinde sağlıksız bir yapı meydana getirmiştir.<sup>6</sup>Bilhassa 1990 sonrası faiz oranları aşırı derecede yükselmiştir. Türkiye'de faiz oranları reel açıdan %50'lere kadar ulaşmıştır. Bu derecede yüksek faiz oranları, kamu kesimi finansman açığını arttırdığı, kamunun temel görevlerini aksattığı gibi gelir dağılımını bozmakta, firmaların finansman sorunlarını ağırlaştırmaktadır.

## II- Türkiye'de Faizlerin Yükselme Nedenleri

Türkiye'de bilhassa 1990'dan sonra faizin yüksek bir oranda oluşmasının üç kaynağı vardır:<sup>7</sup>

İlk olarak sermaye hareketleri serbestleşince reel faiz, dövizdeki reel faiz artı ülkenin rizikosuna eşit olur<sup>8</sup>. Böyle bir ortamda dışarıdan sermaye sağlamak için risk priminin yükseltilmiş olması gerekmektedir. Türkiye'de rizikosu yüksek bir ülke sayıldığından 1990'lı yıllardan itibaren reel faizler % 26 gibi bir rakama ulaşmıştır.

Yüksek reel faizlerin ikinci kaynağı da, yabancı sermayenin yüksek kâr beklentisi içerisinde dolar, hisse senedi repo gibi alanlara kayarak fon talebinin hızlanmasına ve böylece reel faizlerin yükselmesine neden olmasıydı.<sup>9</sup>

Yüksek reel faizin başka önemli kaynağı da kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksekliği ve borçlanmanın emisyonun ziyade iç borçlanma ile karşılanmasıdır. Zayıf bir mali piyasada giderek artan boyutta kamu borçlanmasına bankaların oligopolistik davranışları eklendiğinde yüksek reel faizler ortaya çıkmaktadır.

## III- Yüksek Faizlerin Sonuçları

### A- Faizlerin Kamu Borç Stoku Üzerine Etkisi

Tablo 3 de de Devlet İç Borçlanma senetlerinin 1989 yılından sonraki gelişimi görülmektedir. Kamu kesiminin borçlanma ve fon ihtiyacının artmasına paralel olarak kamunun ödediği faizlerin bütçedeki payı artmıştır. Faizlerin yükselmesi bir taraftan kamunun fon ihtiyacını arttırırken diğer taraftan da yükselen faizler riski büyüttüğünden (para ödeyememe riski) borç stokunu ve

<sup>6</sup>Öztin Akgüç, "Faizlerin Yüksekliği",*Milliyet Gazetesi*, 19 Mart 1999

<sup>7</sup>Kazgan, a.g.e,s.197

<sup>8</sup> Calvo.G.A, L.Leiderman," Inflows Of Capital to Developing Countries in The 1990's", *Journal Of Economic Perspective*,10-2-1996,s:123

<sup>9</sup> Yılmaz Akyüz," Capital Flows Effects Of Development Country",*UNCTAD Paper*, 1993, s:10

*Türkiye’de 1990 Sonrası İzlenen Faiz Politikası*

faiz talebini yukarı itmiştir<sup>10</sup>. *Bu süreç kendi kendini besleyerek bütçeden önemli bir kısmın artan ölçüde faizlere gitmesi sonucunu doğurmuştu*<sup>11</sup>

**Tablo 2:** Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Ortalama Birleşik Faiz Gelişimi

<u>YILLAR</u>	<u>FAİZ ORANLARI %</u>
1989	58.29
1990	51.94
1991	72.07
1992	75.39
1993	86.33
1994	117.0
1995	106.20
1996	122.90
1997	118.90
1998	123.7
1999	110.8

*Kaynak :www.Treasuray.gov.tr*

Tablo 3 den de görüldüğü gibi kamunun ödemesi gereken faiz oranı ile ödediği faiz arasındaki fark borç stokunun hızla artmasına neden olmuştur. Yapılan hesaplamalarda örneğin 1993 yılı için kamunun ödemesi gereken borç faiz reel olarak % 7.65 iken ödediği faiz % 17 olmuştur. Bunun sonucu olarak bir önceki yıla göre iç borç stokunun GSMH oranı % 17 lerden % 20 lere yükselmiştir. Kamu borcunun faizini de ödeyememeye başlaması anlamına gelen sürecin sonu iflastır. Tabi burada faizlerin bu ölçüde yüksek olmasına neden olan bir faktörde izlenen para politikasıdır.

Türkiye’de 1990’lı yılların sonrasında izlenen sıkı para politikası nedeniyle ve yeterli ölçüde iç kaynak yaratamadığımızdan kamunun artan fon talebi makro ekonomik açıdan istikrarsız olan Türkiye’de faizleri sürekli yukarı itmiştir. Özellikle kamunun finansmanında başvurulan dış kaynak kullanımında devalüasyon riski (makro istikrarsızlıkla bağlantılı olarak) faizin yüksek olmasının en önemli nedenlerinden biridir. Erol, tarafından yapılan vektor otoregresif analizinde faiz oranları ile en kuvvetli ilişkide bulunan değişken

<sup>10</sup> Hakkı Soylu, **Türkiye’de Kamunun Senyoraj Gelirleri**, SPK Yayını, 1995, s:15

<sup>11</sup> John T. Cuddington, “Analysing the Sustainability Of Fiscal Deficits in Developing Countries”, **IMF Working Paper**, No. 44149, s:8-9

enflasyon oranı değil devalüasyon oranı olduğu tespit edilmiştir.<sup>12</sup>Yapılan analizlerde faiz oranı ile devalüasyon arasında 0.77'lik bir korelasyon bulunmuştur. Bu veri, bankaların açık pozisyonları ile uyumlu bir veridir. Dış kaynak ile kamunun finansmanında aracı olan kurumların riski, kamunun borcunu ödeyememesinden kaynaklanmaz. Aksine uluslararası sermaye hareketlerini etkileyebilen her türlü değişim ve dengesizlik, kurları yükselterek önemli bir sermaye riskini, açık pozisyondaki aracı kurumlar için ortaya çıkarır. Bu risk faizleri yükseltir. Nitekim Merkez Bankası tarafından yapılan ampirik araştırmada faiz ve risk arasındaki korelasyon beklenen enflasyona göre 40 puan daha yüksek çıkmıştır. Beklenen enflasyon ve faiz arasındaki ilişki %55 iken risk ile faiz arasındaki ilişki % 94 dür. Risk algılayışındaki %10'luk bir artış faizleri %9.4 yukarı iterken, beklenen enflasyondaki % 10'luk bir artış faizleri % 5.5 yukarı itmektedir.<sup>13</sup> Dolayısıyla 1990 sonrası izlenen serbest faiz politikası sağlıklı makro ekonomik yapı nedeniyle (Bütçe Açığı, ödemeler dengesi açığı, bankaların açık pozisyonu, kronik enflasyon) artan risk faktörüyle faizler sürekli bir şekilde tırmanmıştır.

---

<sup>12</sup> Erol Turan, "Nominal Anchors of the Turkish Economy Evidence From Varmodel", **ODTÜ Gelişim Dergisi**, Sayı 3, Yıl.1997, s.376

<sup>13</sup> Hakan Berument, Kamuran Malatyalı., "Defomants of Interest Rates in Turkey", **TCMB Ankara**, Şubat 1999 s.13

**Tablo 3:** Kamunun Borç İç Borç Stokunun Gelişimi

Yıllar	İç Borç Stoku Milyar TL	İç Borç /GSMH	Reel faizler	Faiz Dışı Bütçe Fazlası	Reel milli Artış Hızı (1987 Fiyatları)	Ödenmesi Gereken reel Faiz
1989	41934	7.5	-2.48	0.5	1.6	2.26
1990	57180	6.9	1.16	-0.3	9.4	8.96
1991	97647	15.4	16.11	-1.5	0.3	-9.7
1992	194236	17.6	15.19	-0.6	6.4	6.1
1993	357347	17.9	18.24	-0.8	8.1	7.65
1994	799310	20.6	50.18	3.8	-7.1	-6.91
1995	1361007	17.3	18.1	3.3	8	7.8
1996	3148985	21	34.72	1.8	7.1	7
1997	6283424	21.4	22.71	0.1	8.3	8
1998	11612885	21.9	70.2	4.6	3.9	3.69
1999	22920145	27.5*	53.94	2	-6.4	-7.1

*Kaynak: Cem Mehmet Baydur, Kamu Borç Stokunun Artışında Reel Faizlerin ve Bankacılık Sektörünün Rolü, Yayınlanmamış Doktora Tezi İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001.*

### **B- Yüksek Faizlerin para Talebi Üzerine Etkisi**

Dolayısıyla 1990 sonrası Merkez Bankasının izlediği sıkı para politikası ile faizleri küçük oynamalar ile yükselterek Türk Lirasına olan güvenirliliği artırmaya çalışmıştır.<sup>14</sup> Ancak kamunun bilhassa 1990 sonrası borçlanma gereğinin çok yüksek seviyelerde seyretmesi faizlerinde yüksek olmasına neden olmuştur. Tablo II'den de 1990 sonrası reel faizlerin yükseldiği görülmektedir. 1990 sonrası paramızın konvertibil hale gelmesi ve kamu borçlarının yarattığı döviz talebi artışı, döviz fiyatının yükselmesine yol açmış buda para ikamesine neden olmuştur. Türk lirasına olan güvenin sağlanmasının yolu faizleri yükseltmektir. Dolayısıyla faizler devamlı bir şekilde yükselmiştir<sup>15</sup>.

Para ikamesi kısa vadeli sermaye hareketleri ile birlikte mali piyasaların serbestleşmesini beraberinde getirdi. Böylece döviz yurt içinde Türk Lirası gibi kullanılır oldu. Dövizin sağlam para oluşu ve Türk Lirasının değer kaybetmesi para ikamesini arttırdı. Türk Lirasının değerini arttırmak ve para ikamesinin önüne geçmek için faizin yükseltilmesi doğru reçete oluyordu. Dolayısıyla enflasyonist bir ortamda faiz oranları devalüasyon beklentisini telafi ederek

<sup>14</sup> Asaf Savaş Akat, "Döviz, Enflasyon ve Büyüme", *Para Dergisi*, 23.12.95

<sup>15</sup> Ahmet Büyükduman, *Türkiye'de Para İkamesi*, İÜ, Sos. Bil. Ens. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 1998,

artması yeterli değil aynı zamanda risk primini de karşılaması da gerekiyordu. Dolayısıyla yüksek reel faiz bir politika aracı olarak kullanıldı<sup>16</sup>.

Faiz ve kurlardaki değişimler tasarruf mevduatlarının artış hızını, mevduatlar arasındaki dağılımlarını belirler. Belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde bu belirsizlikten kaçınmak için tercihler, dövizde ve kısa vade yönünde olur. Bu gelişim tablo dörtte görüldüğü gibi yabancı para tutma lehine gelişmiştir.

**Tablo 4: M2Y/M2 Oranındaki Gelişmeler**

YILLAR	M2Y/M2
1989	0.92
1990	1.09
1991	1.16
1992	1.40
1993	1.67
1994	1.84
1995	2.06
1996	1.87
1997	1.88
1998	1.95
1999	1.78

*Kaynak: T.c.m.b. gov. tr*

Tablo 4'deki. M2 para tanımı içinde vadeli ve vadesiz Türk Lirası mevduatı bulunurken M2Y içinde M2 para tanımına yurt içindeki yerleşik oranların döviz mevduatları eklenmesi ile oluşuyor. Dolayısıyla M2Y'nın M2'e oranı döviz cinsinden mevduatın TL'ye göre önemi hakkında bilgi vermektedir. Tablo 4'den de görüldüğü gibi 1989 yılıyla beraber tasarruf sahiplerinin tasarruflarını döviz mevduatı olarak tutmaya başlamış ve bunların oranı her yıl gittikçe artmıştır. Döviz Tevdiat hesaplarının (DTH) artması Türk Lirası sıkışıklığı içinde olan piyasanın faizleri daha da artmasına neden olmaktadır.

<sup>16</sup> İzzetin Önder .v.d, **Türkiye'de Kamu Maliyesi Finansal Yapı ve Politikaları**, Türk Tarih Vakfı Yayını, 1993, İstanbul.



*Türkiye’de 1990 Sonrası İzlenen Faiz Politikası*

1990 yıllardaki enflasyonist beklentilerinin etkisiyle mevduat vade süresi kısalmıştır. Hem Türk Lirası hem de döviz mevduat hesaplarında vadesiz veya 3 ay vadeli hesaplarda yoğunlaşma yaşanmıştır. Dolarizasyon piyasaya hakim olmuş Dolar Türk Lirasının yerine geçmiştir. Bu mevduatlara da yansımış DTH hesaplarında artışlar meydana getirmiştir. DTH % 84 oranında artarken Türk Lirası mevduatı % 31.8 artmıştır. DTH artış hızı Türk Lirası mevduat artış hızının çok üzerinde seyretmiştir.

1990 yılından itibaren Döviz tevdiat hesaplarının hız kazanmasını aşağıdaki tablo ile de görebiliriz.

**Tablo 5:** Mevduat Türlerinin Toplam Mevduat İçindeki Payı (%)

Yıllar	DTH	TASARRUF MEV	DİĞER (Ticari,Resmi vb.)
1990	19	34	47
1991	31	34	35
1992	39	31	30
1993	44	25	31
1994	52	29.4	18.5
1995	49	32.7	18.8
1996	50	31.7	18.1
1997	51	29.3	18.2

Kaynak: TCMB 1993 Yıllık Rapor

Dolayısıyla Mevduatların yapısının kısa vadeli olduğu görülmektedir. Yani tasarruf sahiplerinin ekonomiyi uzun vadeli riskli gördükleri anlaşılmaktadır.

1990 sonrasında mevduatların getirisi hazine bonusu, repo gibi getirililerinin altında kaldığı için devamlı düşmüş. Dolarizasyonu etkisi ile Döviz Türk Lirası mevduatının önüne geçmiştir. 1990’lı yıllarda ekonominin riskli olması mevduat vadeleri kısaltılmıştır. Enflasyon ve faizin uzun süreli öngörülmemesi mevduat ve kredilerin kısa vadede yoğunlaşmasına neden olmuştur.<sup>17</sup>Vadelerin kısılması ve artan dolarizasyon para talebini etkilemiştir.

1990’lı yıllarda Türkiye’de Kambiyo Rejiminin serbestleştirilmesi ile beraber Türk Lirası talebinin düşmesi paranın dolaşım hızının artmasına yol açmış, bu da enflasyonu artırarak faizleri yükseltmiştir. Yine 1990 sonrası

<sup>17</sup> Öztin Akgüç,” Ekonomik Yorumlar “,**Bankacılık ve Ekonomik Yorumlar**,Eylül 1997,s.7

makro istikrarsızlığın yol açtığı ortam nedeniyle kötüleşen ekonominin finansmanı için yüksek faizler ile borçlanmaya devam edilerek faizlerin yükselmesine neden olmuştur.

Bu şartlar altında faizler bu derece yüksek olmasaydı sermaye kaçıışı meydana gelecek, döviz fiyatı aşırı yükselerek, para arzında bir daralma yaşanacak ve faizler daha da yükselecekti. Para ikamesi Merkez bankasının kontrol edebileceği parasal tabanı küçülttüğünden para politikasının uygulanabilirliği ve etkisi azalmıştır. İktisat litarütüründe bu sürece trilemma kısıtı denilmektedir.

### C-Para Politikası Etkinliğinin Azalması

Bilindiği gibi serbest kambiyo rejimi altında döviz kuru ve faiz fiyatlarından biri kontrol altına alınabilir. 1989 yılından sonra bu döviz kuru olmuştur. Faizler ise serbest bırakılmıştır. Yani faizler serbest rekabet şartları tarafından belirlenmiştir. Bununda böyle olması gerekiyordu. Çünkü devletin kamu açıklarını kapatmak ve sermayeyi Türkiye'ye çekmek için serbest faiz politikasına ihtiyaç vardı. Sonuçta 90'lı yıllar boyunca faizler yüksek seyretmiştir. Faizi piyasaların kabul edeceğinin altında belirlemek döviz krizi çıkarmak anlamına gelir.<sup>18</sup> Bizim gibi uluslararası sermayeye entegre olan ülkelerin para politikasını uygulama imkanları da daralmaktadır. 1988 kararları ile beraber faizler serbest bırakılmış ve faizler yükselmeye başlamıştır. Ancak Merkez Bankası buna müdahale edememiştir. Çünkü faizleri piyasa yani piyasadaki Türk Lirası sıkışıklığı ile döviz hareketlerinin uluslar arası seyri belirlemiştir.<sup>19</sup> Dolayısıyla 1990'lı yıllar boyunca Türkiye döviz kuru faiz kısıtından dolayı kuru kollayan faizi serbest bırakan bir politika izlemiştir.<sup>20</sup> Paul Krugman'da uluslararası sermayeye entegre olan bir ülkede, sermaye hareketleri, faiz oranı ve döviz kurundan sadece ikisinin kontrol edilebileceği: ya faizlerin ya da döviz kurunun bir tanesi kontrol edilebileceğini vurgulamıştır.<sup>21</sup> Bu teoriye göre bir ülke uluslar arası sermaye ile birlikte bağımsız para politikası izleyemez. Resesyona mücadele etmek için faizleri düşürmek ister, ama faizleri düşürdüğü zaman döviz kurlarındaki denge bozulacaktır. Veya bu ülke sabit döviz kuru politikası izleyerek para birimlerinde ani dalgalanmaya karşı koymak isteyebilir. Fakat bu ülke tam serbestleşme ile dövizin ülkeye rahatça girip-çıkması sonucu oluşan faiz düzeyine müdahale edemez. Bu faiz düzeyi ülkenin makro ekonomik amaçlarıyla uyumlu olmayabilir

Dolayısıyla 1989 sonrası yaşanan liberalleşme ile birlikte faiz ve para politikamız uluslararası politikalardan bağımsız bir şekilde uygulanmamış faiz

<sup>18</sup> Asaf Şavaş Akat, "1994'ten Alınacak Dersler", **Sabah Gazetesi**, 3 12.1994

<sup>19</sup> Deniz Gökçe, "Bir Hong-Kong Macerası" **Akşam Gazetesi**, 3.Kasım 99

<sup>20</sup> Gazi Erçel, , "**Konuşmalar 1996-1998**", T.C.M.B Yayınları, Şubat 1999, Ankara, s.259

<sup>21</sup> Paul Krugman, "Return of Demand Economic", [www.nber.com](http://www.nber.com), s.1-13

serbest olarak belirlenmesi amacı ile piyasaya bırakılmıştır. Serbest bırakılan faizler gerek makro istikrarsızlık nedeniyle kamu iç borçlanmasının artması ve izlenen sıkı para politikası nedeniyle gerekse uluslar arası sermayenin yurt dışına çıkmaması amacıyla yüksek seyretmiştir.<sup>22</sup>

Ancak Tablo 2 ve Tablo3’den de görüldüğü gibi 1994 yılından itibaren gerek nominal gerekse reel faizler de büyük oranda artış görülmektedir.

1989 yılının Ağustos ayında 32 sayılı kararname ile dışa tamamen açılan Türkiye’nin iktisat politikaları yapması büyük ölçüde elinden alınmıştır. Makro Ekonomik yapısı istikrarsız olduğundan sermaye hareketlerinin serbestleşmesi para ikamesini hızlandırmış. Türk lirasının talebinin düşmesi paranın dolanım hızını artırarak enflasyonu artırmış bununla birlikte Türkiye’nin riskli bir görünüm arz etmesi nedeniyle vadeler kısalmış ve faizler yükselmiştir.<sup>23</sup> Kötü makro ekonomik ortam nedeniyle kamu açıklarının artması ve bu açıklamaların finansmanı için bilhassa 1994’ten sonra Merkez Bankası kısa vadeli avans yerine iç ve dış borca yönelmesi faizleri yükselten başka bir etken olmuştur. Yine 1994 yılında Çiller hükümetinin hem faizleri hem de döviz kurunu birlikte kontrol etmeye çalışarak yani para basarak faizleri düşürmeye çalışması bir krize neden olmuş ve döviz fiyatlarını büyük ölçüde arttırmıştır.<sup>24</sup>

Bu kriz döneminde özellikle faizler açısından sermaye çıkışları ülke ekonomisi açısından çok kötü olmuştur. 1994 krizinde faizler yıllık bazda %350 ile %400 düzeylerinde yükselmiştir. Bir önceki yıl %100 olan faizlerin eski düzeyine dönebilmesi için 17-18 ay geçmesi gerekmiştir. Bu yüksek faizler finansman yükünü artırmakla kalmamış, maliyetler açısından fiyatların önemli bir parçasını oluşturmuştur.

Faiz ve belirsizlik kendi kendini besleyen bir süreç yaratmıştır<sup>25</sup>. Yükselen reel faizler borç vadesini kısaltmış yatırımları düşürmüş ve ekonomik gelişmeyi engellemiştir. 1994’ten sonra faizler piyasada serbest şekilde belirlense bile, piyasanın likitide ihtiyacı içinde olması yani mali sistemin açık pozisyonlarının artması sonucu Merkez Bankası sürekli piyasayı fonlamıştır. Bu fonlama yapılırken faizler kısa vadeli olanlar yüksek tutulmuştur. Bundaki amaç uzun vadede enflasyonu aşağı çekileceği beklentisidir. 5 Nisan kararları sonrası faizler yine piyasada dalgalanmaya bırakılmış. Ancak izlenen sıkı para politikası nedeniyle faizler dünya standartların %10-15 puan üzerinde seyretmiştir. 1994’ten sonra faizlerin serbest şekilde belirlenmesine karşın

<sup>22</sup> Paul Krugman, “The Return of Demand-Side Economics”, [www.nber.com](http://www.nber.com), 4 December.1998 s.4-6

<sup>23</sup> Öztin Akgüç, “Türkiye Ekonomisi Nereye Gidiyor 1996 Ekonominin Durumu Ne Olacak”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, 12 Aralık 1995 s-10

<sup>24</sup> Deniz Gökçe, “Trilemma Kurbanları” ,**Akşam Gazetesi**, 13 Ocak 2000

<sup>25</sup> Dinç Alada, **İktisat Felsefesi ve Belirsizlik**, Bağlam Yayınları, Haziran 2000, s:190

Merkez Bankası tarafından faizler sermaye hareketleri nedeniyle yüksek tutulmuş faizin serbest piyasada karşılanmasına rağmen Merkez Bankası tarafından daima kontrol edilmiştir. Bilhassa 1994 sonrası döviz piyasasında yapılan müdahalelerle paranın değerlenmesi engellenmeye çalışılmıştır. Ancak Türkiye Ekonomisi yabancı sermaye için cazip olma durumunu sürdürmüştür. İzlenilen makro açıdan istikrarlı politikalar reel getiriyi garanti ettiği için ekonomi gerekli dış kaynağı yüksek bir reel faizle sağlamıştır. 1996 yılında faiz politikası bütçe açıklarının yükselmesi ve bu açıkların iç borçlanma ile karşılanması sonucu hazinenin ihalelerinde bir arz baskısı olmuş bu da faiz oranlarının beklenen enflasyonun üstünde olmasına yol açmıştır. 1996 yılında yaşanan siyasi belirsizlikte reel faizleri daha da yükselmiştir.<sup>26</sup>

1998 yılı ile beraber Türkiye Ekonomisi Asya ülkelerinde başlayan global bir krize maruz kalmıştır. 1998 krizi ile beraber gecelik faizler % 150'ye çıkarken, 6 milyar dolara yakın para dışarı çıkmıştır. Kurları kontrol edebilmek için faizler % 150'ye yükselirken enflasyonunda düşmesi reel faizleri arttırmıştır. 1998 yılında reel faiz yüzde 50'leri bulmuştur.<sup>27</sup> Aslında 1997 hazinenin iç piyasadaki borçlanması ile beraber artan faiz oranları 1998 başlarında düşen enflasyon ile birlikte düşüş eğilimine girmiştir. Ancak 1998'in ikinci yarısından itibaren Rusya krizi ile beraber faizler tekrar yükseliş trendine girdi.

Ancak 1998'de faizdeki bu yükselişe karşılık kamunun açıklarının finansmanı için gerekli yapısal reformları yapılması, tahkim ve MAİ'nin yasallaşması AB adaylık sürecinin başlaması ile beraber risk önleyici para politikaları faizleri yüksek düzeylerden önce %100'lere, Ekim 1999'da %100 altına düşürmüştür. 1997 para programı ile beraber IMF'inin yakın takibi de yabancı sermayeye güven verdiği için rezervler eski düzeyini yakalamıştır. Fakat göreceli olarak yüksek reel faizler gerek kamunun irrasyonel borçlanması (Eğer kamu reel milli gelir artışından daha yüksek reel faiz ödüyorsa borç stoku hızla büyümeye başlamıştır. Büyüyen borç stokları kamu açıklarını artırır. Kamu bu şartlarda belli zaman sonra borcunu ödeyemeyeceği için ya para basacak ya da vergi salacaktır.) gerekse sıkı para politikası faizleri yüksek düzeyde sabitlediğinden faizlerin belli bir düzeyin altına inmesini engellemiştir.

Kısaca 1990'lı yıllarda 1989'da alınan 32 sayılı kararname ile uluslararası sermayeye entegre olan Türkiye'nin bağımsız para ve faiz politikası uygulama olanağı kalmamıştır. Merkez Bankası döviz kurunu kontrol altına almaya çalışmış ve faizleri serbest piyasa koşullarında belirlenmesini öngörmüştür.

---

<sup>26</sup> Erçel, a.g.e s.68

<sup>27</sup> Asaf Savaş Akat, "Döviz Kuru Çapısı ve Faizler", **Sabah Gazetesi**, 10.02.2000

Serbest bir şekilde piyasada belirlenen faiz 1990’lı yıllar boyunca hep yüksek seviyelerde seyretmiştir. Faizlerin bu derece yükselmesinin sebebi kamu açıklarının büyüklüğü ve tasarrufların yetersizliği yanında esas önemli olan 1990 sonrası Türk Lirası tutmanın risk priminin yüksek olmasıdır. Türk Lirası tutmak riskli bir yatırım kabul edilmiştir. Enflasyonun yükselmesi ile beraber döviz kurunda yükseliyordu. Faizde bu kur artışına göre oluşuyordu 1990’lı yıllarda kurlardaki belirsizlikten dolayı faizler yüksek bir oranda seyretmiştir.<sup>28</sup>

Yine 1990 sonrası faizlerin yüksekliği 1989-1994 ve 1994-1999 iki döneminde incelmek mümkündür. 1994’e kadar kontrolsüz sıcak para politikası ve bunun getirdiği yüksek reel faizler 1994’ten sonra yaşanan mali kriz ile beraber ülkede sıkı para politikası ile enflasyonun düşürülmesi amaçlandığından faizler yükselmiştir.

#### **IV- 1990-2000 Yılları Arasında Faiz Yapısının Ekonometrik Analizi**

Teorik olarak kamu açıklarının enflasyona neden olarak faizleri yükselttiği genel kabul görmüş bir iddiadır. Fakat ekonominin finansmanında önemli miktarda yabancı sermaye kullanılması ve bu sermayenin kısa vadeli olması bir kur riskini de yaratmaktadır. Açık bir ekonomide eğer kaynakların önemli bir kısmı dışardan geliyorsa ve satın alma gücü paritesi açısından<sup>29</sup> enflasyon ile kur arasındaki ilişki kopar. Faiz belirlemede kur daha önemli hale gelir .Zaten Türkiye’de kamunun finansmanında kısa vadeli sermayenin önemi aşikardır. Bundan çıkan sonuç 1990-2000 yılları faizi belirlemede etken olan faktörün enflasyondan ziyade kurların olacağı savını ileri sürmekteyiz

1990-2000 yılları için yapacağımız ekonometrik analiz regresyon analizidir. Bu ekonometrik çalışmada “n” değerleri günlük olarak saptanmış olup, 120 tanedir Bu analizde amaç faiz bağımsız değişkenini etkileyen bağımlı değişkeni bulmaktır. Faiz bağımsız değişkenini etkileyen en önemli unsurun döviz kuru olacağı kanısındayız. Dolayısıyla bağımsız değişkenler, döviz kuru, enflasyon, ve iç borç stokudur. Enflasyon için TEFE oranı alınmıştır. Kanaatimizce Türkiye’deki belirleyici enflasyonun TEFE olduğudur. Döviz kurunda ise her ne kadar 1\$+ 0.75 Euro uygulansa da biz döviz kuru bağımlı değişkeni ABD doları olarak aldık. Faiz bağımlı değişkeni ise “r” ile gösterilmiş olup iç borç faizidir. Çünkü 1990 yıllarında en önemli faiz değişkeni iç borç faizidir. Dolayısıyla analizimizde faizi etkileyen değişkenler enflasyon, kur yanında iç borç stokudur. Çünkü finansal piyasaların sığılığı ve artan kamu

---

<sup>28</sup> Akat ,a.g.m, s:8

<sup>29</sup> Satın alma gücü paritesine göre iki enflasyon farkı kadar kur ortaya çıkacaktır. Daha detaylı bilgi için Deniz Gökçe,” Paranın Politikası”, **Görüş Dergisi**, Kasım 1992, s: 148

borçları finansal piyasalarda likitide sıkışıklığı yaratmıştır. Bu sıkışıklık faizleri yukarı iten başka faktörü oluşturmuştur. Dolayısıyla analiz edilecek denklem<sup>30</sup>:

$$r = C_0 + C_1 DK + C_2 Enf + C_3 İÇD$$

1990 sonrası iç borcun önem kazanması ile beraber piyasadaki belirleyici faiz iç borç olmuştur. Çünkü en yüksek düzeydeki getiriyi iç borç faizi sağlamıştır. Bundan dolayı 1990-2000 arasındaki analizlerimize mevduat faizi yerine iç borç faizi oranı dahil edilmiştir. Enflasyonu temsil etmek için analizde tefe kullanılmıştır. Kurlardaki değişimde ABD dolarındaki değişimde baz alınarak modele dahil edilmiştir. Zaman serilerinin logaritmaları alınarak doğrusallaştırılmıştır. Yapılan regresyon analizi neticesinde çıkan sonuçlar aşağıdaki tablodaki gibidir.

**Tahmin Dönemi 1990-2000**  
**İçborç Faizi Regresyon Tahmini**  
**Bağımsız Değişken: İç Borç Faizi**

Model

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.800	.640	.630	9.806E-02

a Predictors: (Constant), LOGSTOK, LOGENF, LOGKUR

b Dependent Variable: LOGFAIZ

Korelasyon

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
Model		B	Std.	Beta		
1	(Constant)	2.204	.356		6.183	.000
	LOGENF	.247	.140	.188	1.768	.080
	LOGKUR	1.052	.227	4.955	4.629	.000
	LOGSTOK	.804	.202	4.174	3.975	.000

a Dependent Variable: LOGFAIZ

<sup>30</sup>Bora Süslü, **Faiz Teorileri Işığında 1980 Sonrası Türkiye'de Faiz Politikasının Değerlendirilmesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Muğla Üniv. Sos. Bil. Ens. Ağustos 2000,s.108

Tablodaki Sonucu Denklem Haline Getirirsek

$$r = 2.206 + 1.052DK + 0.247Enf + 0.804ICD$$

Tabloda da görüldüğü gibi bağımlı değişkenler kuvvetli bir biçimde bağımsız değişkeni açıklamaktadır. Denklemde görüldüğü gibi beklentimize uygun olarak bağımsız değişken olan iç borç faiz oranları ile kuvvetli ilişki kur arasındadır. Kurlardaki her %10'luk değişme faizleri% 11 oranında artmaktadır. Buda bizim öngörümüzü doğrular niteliktedir

### **V-Sonuç**

Türkiye 1990 yılıyla beraber uluslararası sermayeye entegre olmak zorunda kalmıştır. Bunun sebebi de ekonomideki iç kaynak yetersizliğidir. Sermaye hareketlerindeki serbestleşme, Türkiye’de faiz ile döviz kurları arasında yüksek bir korelasyonun çıkmasına sebep olmuştur. İç kaynak yetersizliğini aşmak için başvurulmuş dış kaynaklar kısa vadeli olması kur riskini arttırmıştır. Kamu 1993 den sonra dış finansman bulamayınca bankalara kanalıyla açıklarını finanse etmeye başlamıştır. Bu açıklarda çok yüksek reel faizler finanse edilirken kurlar bastırıldığından bankacılık sektörü için önemli bir kâr kaynağı oluşmuştur. Fakat sermayenin istikrarsız yapısı, sürekli kur riskini bankacılık sektöründe ön planda tutmuştur. 2000 yılında Türkiye de 37 milyar dolar döviz rezervi bulunmaktadır. Bunun 12 – 13 milyar dolar özel kesimin elinde iken 14 milyar doları da Merkez Bankasında bulunmaktadır. Merkez Bankasındaki bu rezervin 1 milyar dolar da altın olarak tutulmaktadır. Merkez bankasındaki döviz rezervi 23-24 milyar dolar kadardır. Buna karşılık ekonominin döviz yükümlülüğü de 58 milyar dolardır. Bu miktar döviz tevdiat hesaplarından çıkarılmıştır. Bu hesap kamu özel olarak ayrıldığında özel kesimin döviz yükümlülüğü 48 milyar dolar iken kamu ise 10 milyar dolardır. Özel kesim açık pozisyonda iken kamu da bir fazla bulunmaktadır. Özel kesimin açığı 35 milyar Dolar dır. Bu hesabın 4-5 milyar doları bankaların karşılık hesapları dikkate alındığında özel finansman kesiminin açığı 31 milyar dolardır. Bu da bu sektörün faiz taleplerinde stratejik değişken olarak enflasyon oranı değil devalüasyon oranını önemli kılar. Yapılan ekonometrik çalışmalarda bu düşüncüyü destekler niteliklidir. 1980-89 yıllarında ekonomi bu ölçüde mali serbestleşme imkanını kazanmadığından faizleri enflasyon oranı etkilerken 1989-2000 de faizleri etkileyen temel değişkenin kurlar olması da yukarıdaki analize dayanarak doğal olduğu söylenebilir. Nitekim 2000 yılı para programında kur garantisi verilmesinden sonra faizler hızla düşmüştür. Nominal faizdeki bu düşüşe rağmen kur getirisi açısından reel faizler %17-20 düzeyin olması hala bankacılık sektörü için cazip bir imkan oluşturmaktadır. Nitekim Merkez Bankası tarafından getirilen açık pozisyonları kapatılmasını kararı faizleri yukarı iteceği için öz sermayelerinin % 20 si ile sınırlandırılarak yumuşatılmıştır.<sup>31</sup>Faizlerin serbest bırakılması ve kamunun faizi belirleme

<sup>31</sup> [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).

gücünün elinden alması 1990 sonrası Türkiye'nin ekonomik durumunun özetidir. Ama burada esas önemli olan 32 sayılı kararname ile dünya ekonomisini entegre olan Türkiye bağımsız bir para politika yapabilme imkanını ve faizleri ülkenin şartlarına göre belirleyebilme gücünü kaybetmiştir. Nitekim 1994 de faizleri aşağıya çekmek için para arzının genişletilmesi sonucu kurlar patlamıştır. Bu kısıta trilemma denilmektedir. Sermaye hareketlerini serbest olduğu bir ekonomide kamu kur ve faiz değişkeninden sadece birisini kontrol edebilmektedir. Türkiye'de kaynak ihtiyacını aşmak için kurları bastırarak faizleri serbest bırakmıştır. Beklenildiği gibi faizlerin yükselmesi önemli miktarda sermayeyi Türkiye'ye çekmiştir. Fakat bu sermaye kısa vadeli olduğu için istikrarsız yapısı faizleri daha da yükseltmiştir. Aynı şekilde faizlerin yükselmesi ile tasarrufların artacağı beklentisi gerçekleşmemiştir.

Yüksek faizler kamunun finansman yükünü arttırırken enflasyonu da hızlandırmıştır. Artan para ikamesi ve bunun sonucunda paranın dolaşım hızının artması enflasyonu hızlandırmıştır. Merkez Bankasının bağımsız para politika yapma imkanı kalmamıştır. Bu konuda Şelçuk tarafından yapılan amprik çalışmada endekslemenin enflasyonu hızlandırdığı ortaya net bir şekil konulmuştur<sup>32</sup>. Ülengin tarafından yapılan ekonometrik bir araştırmada para miktarının dışsal bir değişken olmadığı da ortaya konmaktadır. Böylelikle monetarizm en temel savı olan para miktarının bağımsız değişken olduğu savını da kabul edemiyoruz. Para arzının içsel bir değişken olmasının nedeni Türkiye ekonomisinin yapısını değiştiren 32 sayılı kararnamedir. Önemli, olan 1989-2000 yılı ekonomik ortamından etkilenen para arzı dolayısıyla faiz oranı ve de bütçe açığının içsel olmasıdır. Para veya kamu otoriteleri bu şartlarda bağımsız bir politika izleme şansları kalmamıştır. Ancak bu değişkenler üzerinde şoklar yaratarak ekonomiyi etkileme imkanına sahiptirler. Şoklar yapılan müdahaleler ekonominin yapısı değişmediği sürece kısa süreli etkili olabilmektedirler.

Faizlerin kamu tarafından etkilenmemesi bütçenin yapısını bozarken bir tarafından da ekonomideki üretken alanları baltalamaya başlamıştır. Önemli miktarda kaynak yatırımlardan veya reel ekonomiden koparak üretim faaliyet dışı alanlara kaymıştır. Ekonomimiz yükselen faizler ve sağlıksız kamu ekonomisi nedeniyle büyü ekonomisine dönüşmüştür. 500 büyük şirketin karlarının önemli bir kısmı %70-80 arasında faaliyet dışı gelirlere gelmektedir.

Sonuç olarak yüksek reel faizler Türkiye ekonomisinin kabul edebileceği sınırların çok üzerindedir. Reel faizlerin çok yüksek olmasının sebebi de Türkiye ekonomisindeki mali serbestleşmedir. Arzulanan mali serbestleşme ile kaynakların bollaşarak faizlerin düşüp ekonominin rahatlayacağı beklenirken bunun tam tersi bir gelişim ortaya çıkmıştır. Çözüm olarak kombiyo

---

<sup>32</sup> Faruk Selçuk, "Fiyat Endekslemesi", *İşletme İktisat Finans*, 1998, s.34.



serbestisinin sınırlandırılması veya bu olmazsa para kuruluna\* geçilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Böylelikle TL ortadan kalkacaktır. Bunu yapabilmek için kamu ekonomisi yapısal olarak kökten revizyona gidilmesi gerekir. Fakat bu siyaseten çok maliyetli bir operasyondur.

#### **KAYNAKÇA**

- Ahmet Büyükduman, **Türkiye’de Para İkamesi**, İÜ,Sos. Bil.Ens. Yayınlanmamış Yüksek lisans Tezi,1998,
- Asaf Savaş Akat “ Döviz,Enflasyon ve Büyüme” **Para Dergisi** 23.12.1995
- Asaf Savaş Akat“Döviz Kuru Çapası ve Faizler” **Sabah Gazetesi** 10.02.2000
- Asaf Şavaş Akat, “1994’ten Alınacak Dersler” **Sabah Gazetesi**, 12.1994
- Bora Süslü, **Faiz Teorileri Işığında 1980 Sonrası Türkiye’de Faiz Politikasının Değerlendirilmesi**, Yayınlanmamış yüksek Lisans Tezi,Muğla Üniv. Sos. Bil. Ens. Ağustos 2000,
- Calvo.G.A, L.Leiderman,” Inflows Of Capital to Developing Countries İn The 1990 s”, **Journal Of Economic Perspective**,10-2-1996
- Deniz Gökçe, “Paranın Politikası” **Görüş Dergisi**, 1992 Kasım
- Deniz Gökçe, “Bir Hong-Kong Macerası” **Akşam Gazetesi**, 3.Kasım 99
- Deniz Gökçe, “Trilemma Kurbanları” **Akşam Gazetesi**, 13 Ocak 2000
- Dinç Alada, **İktisat Felsefesi ve Belirsizlik**,Bağlam Yayınları,Haziran 2000, **Economic Perspective**,10-2-1996
- Ege Cansen , “Bankacılık Krizleri 2” **Hürriyet Gazetesi**, 21/06/2000
- Erol Turan, “Nominal Anchors of the Turkish Economy Evidence From Varmodel” **ODTÜ Gelişim Dergisi**, Sayı 3, Yıl.1997,
- Faruk Selçuk,” Fiyat Endekslemesi”, **İşletme İktisat Finans**, 1998,
- Firtz Gerald, “**Short term Capital Flows, The Real Economy And Distribution İn Developing. Countries**”, www.Qub.Uk.
- Gazi Erçel, “**Konuşmalar 1996-1998**”, T.C.M.B Yayınları, Şubat 1999, Ankara.

---

\*Para kurulu parasal arz ve talep dengesini korunması amacıyla para arzı büyüklüğünün kontrol altına alan Merkez bankası ve Devlet planlama Teşkilatı tarafından oluşturulan bir kuruldur

- Gülten Kazgan, , **Tanzimattan XXI yy. Türkiye Ekonomisi 1. Küreselleşmeden 2.Küreselleşmeye**,İstanbul, Altın Kitapevi, Mayıs 2000,
- Gülten Kazgan, **“Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen”**, Altın Kitapevi Yayını, 1997 İstanbul
- Hakan Berument, Kamuran MALATYALI. “Defomants of Interest Rates in Turkey” **TCMB Ankara**, Şubat 1999
- Hakkı Soylu,**Türkiye’de Kamunun Senyoraj Gelirleri**, SPK Yayını,1995,
- İzzetin Önder v.d, **Türkiye’de Kamu Maliyesi Finansal Yapı ve Politikaları**, Türk Tarih vakfı yayını, İstanbul,1993
- John T. Cuddington, “ Analysing the Sustainability Of Fiscal Deficts İn developing Countries” **IMF Working Paper**, No. 44149,
- Öztin Akgüç “Türkiye Ekonomisi Nereye Gidiyor 1996 Ekonominin Durumu Ne Olacak” **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, 12 Aralık 1995 s-10
- Öztin Akgüç, “Faizlerin Yüksekliği” **Milliyet Gazetesi**, 19 Mart 1999
- Öztin Akgüç,” Ekonomik Yorumlar “,**Bankacılık ve Ekonomik Yorumlar**,Eylül 1997,s.7
- Paul Krugman, “The Return of Demond-Side Economics”,**www.nber.com**, 4 December.1998 s.4-6
- Paul Krugman, “Retum of Demond Economic” **www.nber.com**. s.1-13
- Yılmaz Akyüz,” Capital Flows Effects Of Development Country”,**Unctad Paper** 1993,