

## Likidite Süreçlerinde Stabilizatör Mekanizmalar ve Mali Krizler

A. Niyazi ÖZKER\*

This study attempts to determine the stabilization mechanism's items in the liquidity process as a consequence of the effect of Central Banking and Treasury bills. In a growing economy, both money-financed and bonds-financed increases in the liquidity process have generally determinate effects on the liquidity return process. Although the relative expansionary effects of these modes of government finance depends on whether the elasticity of the demand for money with respect to the counter-cyclical and time-consistent fiscal policy, accommodating monetary and fiscal policy in the recent years (included Turkish case) has been the dynamic of the fiscal stability in which a fundamental cause of the dynamics is the government budget constraint and compositions. The main aim of the present paper is not to deal with the dynamic analysis of fiscal policy problems, but, it focus on results that could change the real return of liquidity and requires more time to achieve convergence than does the fiscal policy of fixing the real stock of bounds.

### 1. GİRİŞ

Para piyasalarındaki likidite tercihlerine yönelik olumlu ve likiditeyi artıran kamu açıklarındaki artışlar, Hazine açısından toplam mevduatı artırmanın yanı sıra, hazine bonusu transfer hacimlerini de artırmakta ve itfa planı çerçevesinde Merkez Bankası'na olan borçlarının ödeme olanağını, yarattığı fonlar ölçeğinde genişletmektedir. Bu bağlamda Hazine, küçük ölçekli nakit likiditelerle işlemlerine devam ettiğinde, mali pozisyonlar açısından kısa dönemli borçlanma olanaklarını bir mali krize gerekçe olmadan kullanabilmekte ve nakit işlemlerine ilişkin belirsiz ani değişimler çerçevesindeki ani olumsuzluklardan da büyük ölçüde etkilenmektedir (Sargent and Wallace, 1983: 167-171). Buna karşılık konjonktürdeki dalgalanmalardan ötürü nakit likiditelerindeki ani değişmelerin, kısa vadeli borçlanma olanaklarının rasyonel olmadığı ve Hazine'nin düşük hacimli nakit birikimleriyle konjonktürel dengeyi sağlamakta zorluk çektiği durumlarda ön plana çıktığı izlenmektedir. Bu açıdan hazine kendi mevcut limitlerinin aşıldığı her durumda, ölçek dışı mevcutlar aramak ve yeni itfa planları çerçevesinde Merkez Bankası'na başvurmak durumunda kalmaktadır. Bu noktada parasal likidite

\* Yrd. Doç. Dr. Balıkesir Üniversitesi, Bandırma İ.İ.B.F. Maliye Bölümü Öğretim Üyesi.

hacminin düzenlenmesinde yetkili tek kuruluş, Merkez Bankası, parasal sürecin kontrolünün daha da etkin olması ve bütçe nakit açıklarının karşılanması için kısa dönemli borçlanmaları tercih ederek Hazine'yi optimal bütçe pozisyonlarına yönelik etkili bir likidite devresine bağlamayı amaçlamaktadır. Hazine'nin etkin bir likidite devresiyle uyumlu konuma getirilmesindeki mali yaptırımların amacı, Hazine işlemlerine yönelik açığın tedavüle çıkardığı fonlara ilişkin gelirinin Hazine'ye tekrar dönmesiyle optimal bir parasal sürecin otomatik olarak kendini tamamlaması ve bu mekanizmaya özgü minimize edilmiş bir intibaksızlık bazında yaratılan mali aktiflerle de, finansman gereksinimine yönelik mali araçların talebi ile finansman yeteneği olan mali araçların arzı arasında konjonktürle uyumlu optimal bir denge yaratılmasıdır (Smith, 1985: 1192-1209).

Devletin bu likidite sürecinde Hazine ve uzmanlaşmış kuruluşlar aracılığıyla bütçe kaynakları ölçüsünde finanse edilmiş bazı harcamaları, bütçe dışına çıkarma politikası kapsamında kamusal mali araçlarla oluşturulmuş ve toplanmış likiditeler aracılığıyla finanse etme yoluna gitmesinin yanı sıra, Hazine ve Merkez Bankasına bağlı finansal kurumların düşük maliyetli tasarruf hacimlerini teşvik edici yönde yeni finansman kiplerinin oluşturulması sürecini de gündeme alması söz konusudur (Chamley and Palemarchikis, 1984: 132-137). Diğer taraftan devlet ilgili konjonktürde likidite bölüşümüne ilişkin daha büyük bir ölçeği baz almayı hedeflediğinde, kamusal mali finansmanların dışında özel mali araçlarla daha geniş disonibiliteler ve finansal hareket alanları yaratarak ulusal ekonomiyi uluslararası rekabetin güncel gerekleri açısından da desteklemeyi amaçlamaktadır. Bu süreç ilgili dönemdeki likidite hacmine yönelik otomatik bütünleme mekanizmalarının devreye girmesiyle konjonktüre bağlı mali krizlerin uyumlaştırılmasını sağlamakta ve hazine açıklarına yönelik tedavüle çıkan plasmanların banka mevduatlarını artırmasıyla da fonları hazineye yönlendirmektedir (Ertuğrul ve Zaim, 1999: 111-114).

## II. LİKİDİTE SÜRECİNDE BÜTÜNLEME MEKANİZMALARI

Konjonktürel yapıyla uyumlu bir likidite sürecinde Hazine'yi etkin bir biçimde likidite sürecine bağlamak, kamusal ve özel mali araçlar arasındaki likidite bölüşümünde kredi şişkinliğinin önlenmesini amaçlamasının yanı sıra, Merkez Bankası erkinin, parasal emisyonu kontrolsüz kullanımını da sınırlamayı hedeflemektedir. Bu kapsamda ölçek dışı bir kamusal finansman eğilimi, sınırlı bir parasal likidite baskısına çarparak, hem paranın genel karşılık değerini korumayı amaçlayan bir "para kurtarma" yaptırımına olanak sağlarken, diğer taraftan -hatta bunun bir sonucu olarak- kredi likiditesine yönelik kısıtlayıcı yaptırımların başlatılmasına, ya da bir devalüasyon sürecine girilerek uluslararası mali yaptırımların da zorunluluklarıyla dalgalı kur uygulanmasının başlamasına gerekçe oluşturmaktadır (Bleaney, 1995: 128-132). Merkez Bankası müdahalelerinde açık bir likidite sürecindeki bu mekanizmalar şu şekilde biçimlenebilir:

1) Likidite süreçlerine ilişkin tamamlama mekanizmalarında Merkez Bankası devredeki tıkanmaları önlemek amacıyla sınırsız avans limitleriyle doğrudan ve açık piyasa işlemlerine yönelik, dolaylı olarak gerekli likidite teminatı yaratabilir veya bankalar başta olmak üzere özel finans kurumları, kaynaklarının belirli bir kısmıyla kamu senetleri almaya zorlanır (Abadan, 1993: 261-265).

2) Konjonktürel uyum ve denge hedeflerini aşmadan finans kurumları ve bankaların likidite fazlasını Hazine'ye plase etmelerinde bu kurumlara avantaj sağlayacak mali araçlar oluşturulur ve yönlendirilir.

3) Diğer bir alternatif de Merkez Bankası ve Hazine'nin mevcut nakit akışlarının, piyasa işlemlerinde bankaların likidite devrelerine girmesi önlenerek, diğer taraftan Hazine'ye yönlendirilen döviz tevdiat hesapları ve kambiyo işlemleri aracılığıyla Kamu Hazine'sinde etkin bir likidite süreci düzenlenebilir (Tobin, 1965: 676-682). Bu noktada maliye politikalarının etkin uygulanmasına yönelik olarak devlet, nakit sermayeler ve mali faaliyetler arasında optimal bir hakem görevini üstlenmekte, yarattığı mali aktiflerle likidite gereksinimi olan mali organların talebi ve finansman sunum kapasitesi olan araçlar arasında, konjonktürel konumla da uyumlu bir tasarruf dönüşüm sistemi oluşturmaktadır.

4) Likidite sürecine ilişkin tamamlama mekanizmalarının çarpıcı olarak ön plana çıktığı bir diğer konum, şüphesiz para sisteminin özelliğinden kaynaklanan ve katı faiz hedefleri uygulamasıyla günü gününe ikraz uygulayan yarı kamusal bir kuruluş ile reeskont ve parasal garanti kurumundan başka kurumun oluşumuna olanak vermeyen yasal yapıdır (Wray, 1993: 560-564). Bu bağlamda bankalar, Hazine bazındaki tasarruf mevduatlarının artırılmasına yönelik ve yarı kamusal mali kurumlarla karşılaştırıldığında etkin bir likidite sürecinin dışındadırlar ve uluslararası yabancı piyasalarına karşı da olumsuz bir mali pozisyonadırlar. 1980 öncesi ülkemizde olduğu gibi Merkez Bankası'nda reeskonta kabul edilme şartlarının ağır ve konjonktürel uyum esnekliğinin düşük olduğu (bankalarca verilen kısa vadeli senet ve vesikaların reeskonta kabulü, ya da ancak bu senetler karşılığı kısa dönemli avanslara ağırlık verildiği) mali yapılarda finans kuruluşların ve bankaların öz kaynakları, bu kamusal mali rezervlerin dönemsel ağırlığından dolayı elverişsiz bir süreci yaşatmaktadırlar (Altınkemer ve diğerleri: 1990: 24-38). Geline bu noktada bankalar sektörel karlılık hedefleri doğrultusunda daha yüksek faiz uygulamalarını gündeme getirerek kamu senetleri tabanından doğan verim düşüklülüğünü karşılamak ve nötr bir konuma getirmek durumuna düşmektedirler. Merkez Bankası'ndan kısa dönemli avans almanın, avans tavanlarının dönemsel likidite dengelerine uyum sağlayacak düzeyden düşük olmasıyla, likidite esnekliği etkinliğini yitirerek Hazine'nin likidite dönüşüm hedeflerinin sapmasına neden olmaktadır. Bu dönemlerde likidite sürecine yönelik bir bütünleme, Hazine'nin özel bir yetki mekanizması dışında başvurabileceği bir para piyasasının varlığını zorunlu hale getirerek otomatik likidite bütünlüğünü azaltıcı unsurları gündeme getirmektedir.

5) Mali politikaların uygulanmasına yönelik etkin bir likidite sürecinde finans kurumları ve bankaların mevduat sahibi müşterilerine yüksek faiz ödemelerini önemli ölçüde sınırlamasıyla "kasa bonoları" ihracına bir üst limit getirilerek tasarruf mevduatlarının paraya çevrilmesini kolaylaştıran idari yaptırımlara işlerlik kazandırması gereği doğmaktadır (Chari, 1991: 526-537).

Likidite sürecindeki bütüncül mekanizmalar ilk aşamada, bonoların öteki biçimiyle karşılaştırıldığında özel kolaylıklardan arındırılarak faiz oranlarının piyasa yapısı ve şartlarına uygun bir konuma getirilmesiyle işlerlik kazanmaktadır. Bu olgu, emisyon hacminin önemli ölçüde kontrolünü sağlamanın yanı sıra, diğer taraftan bankaların likidite fazlalarını Hazine'ye plase etmelerinde avantajlı bir durum da yaratmaktadır (Wray, 1993: 565-569).

### III. LİKİDİTE MEKANİZMALARINDA SAPMALAR ve ORGANİK MALİ DENGESİZLİK

Tamamlayıcı likidite mekanizmalarındaki konjonktürel denge hedeflerindeki uyumsuzluktan doğan bütçe açıkları hacmini artırıcı etkenler, genel bir yaklaşımla, ya bankalara ilişkin likidite süreçlerine ilişkin "sızmalardan", ya da Hazine'nin likidite devrelerini likidite süreçlerine bağlayan kural ve koşullardan meydana gelmektedir (Croushore, 1990: 396-401). Mali piyasadaki likidite gereksiniminin belirlenmesindeki yanılğı ve sapmalar, likidite ihtiyaçlarının önemli ölçüde bağımsız olarak biçimlenmesiyle ve konjonktürde önemli değişimler olmamasına da bağlı Hazine'ce kullanılabilir fonların hacmini daraltarak başka harcamalara da olanak sağlamasıyla bütçe açıklarına ilişkin oluşturulan fonların önemli bir kısmını eritebilmektedir. Bu durumda ilgili para piyasasında oluşturulan fonların yapısı ve hacmindeki farklılıklar, optimal likidite sürecinde sapmalara neden olmakta ve likidite mekanizmalarının mali krize dönüşmesiyle sonuçlanmaktadır (Enders and Lee, 1990: 376-380). Mali krizler açısından bu süreç, döneme ilişkin önemli gerekçelere dayanmaktadır :

#### A) Cari İşlemler Dengesi ve Para Piyasası Kaynaklarındaki Değişimler

Finans sektörüne ilişkin kaynakların hazine ile olan ilişkilerine yönelik belirsizliklerde, Merkez Bankası döviz ve senet hareketleri ile piyasa dengesinin saptanmasına katkıda bulunmakta; cari işlemler dengesinin hızla bozularak bankaların likidite sürecinden altın ve döviz çıkışlarının yoğunlaştığı piyasa koşullarında dış ticareti aktif olan ülkelerdeki dış ödemeler endeksi, ulusal para esnekliğinin belirlenmesinde öncelikli kriter olarak karşımıza çıkmaktadır.

İthalat ve ihracat dengelerinin bozulduğu hızlı bir iktisadi genişleme süreci, ticaret hadlerini değiştiren ve dış döviz kazanımlarının ülkeye getirilmesinde yarattığı gecikmelerle ulusal para bazında yarattığı değer kaybının yanı sıra, kredilerin sınırlanması politikasını da beraberinde getirmektedir (Krugman, 1979:

317-322). Bu olgu, bir diğer taraftan yüksek faiz hadlerinden yararlanmak isteyen kısa vadeli sermayelerin piyasaya girişiyle bütünüleyici bir telafi mekanizmasına da işlerlik kazandırmaktadır. Ancak likidite sürecindeki bu "tamamlayıcı etki", ulusal para konjonktürel dalgalanmalara, ilişkin riskli bir süreci yaşamadığı ölçüde olumlu bir etki gösterecektir. Çünkü ulusal paradan kaçma, likidite akışında kambiyo denetimi esnek ve uyumlu olduğu ölçüde faiz hadlerini düşürecek ve gayri safi iratların değerlerindeki düşmeyi hızlandıracaktır. Döneme özgü bir kredi kontrolünün, bankaları ve teşebbüsleri yurda döviz kazanımlarına yönelik zorlayıcı etkisinden ise, konjonktürdeki dalgalanmalardan ötürü söz etmek çok da olanaklı görünmemektedir.

Mali krizlerin aşılmasında likidite mekanizmaları, üretimin artmasına paralel kambiyo işlemlerinden dolayı tedavül hacmindeki bir artışı da beraberinde getirmektedir. Böylelikle dönemsel mali krizlerin olumlu yönde seyretmesine ilişkin bir mutlak değer artışı söz konusu olmakta ve banknot/mevduat oranının değişmeden varlığı sürdürülebilmektedir. Bu noktada bankalar, belki de kendi durumlarının aleyhine olacak bir uygulamaya konu olarak Merkez Bankası'na getirdiklerinden daha çok banknot alacaklar ve oransal değişmelerin yönü de likidite akışlarıyla uyumlu bir yapı gösterecektir. Konjonktürel maliye politikalarının perspektifi bu kapsamda mevduatın tedavül hızını arttırması yönünde ve parasal tasarrufları azaltarak likidite hacmini yükseltmesi doğrultusunda biçimlendirerek, örneğin enflasyonist bir yapıyla etkin bir mücadele için uygun bir zemin de yaratmış olmaktadır (Turnovsky, 1980: 164-168). Ancak banknot hacminin, tedavüldeki paranın ortalama yarısını teşkil ettiği bir konjonktürel yapıda, bu tür artışların likidite hacmini ciddi bir şekilde etkileyerek olumsuz bir para ve maliye politikası ilişkisi yaratacağına da dikkat çekmek gerekir.

Diğer taraftan Merkez Bankası'nın sıkı para ve maliye politikaları doğrultusunda dönemsel bir kredi kısıtlamasına yönelik yaklaşımı, bankaların ihtiyat tedbiri olarak likidite mekanizmasına bağlı rasyolarını arttırmaları durumunda Hazine'ye fayda sağlamış olacak ve mevduat hacmindeki genişlemelerin de genel olarak yeterli olmasıyla maliye politikalarının döneme ilişkin stabilizatör etkileri daha da ağırlık kazanacaktır. Yine de bu işlemlerde Hazine'nin etkinlik yapısını belirleyen kurum, şüphesiz Merkez Bankası'dır ve dolaylı da olsa Hazine açısından likidite süreçlerinin kontrolü olanağını sağlayacak kolaylıkları piyasaya sunmayan bir Merkez Bankası, hükümetin dönemsel mali politikaları değişiminin veya hedeflediği olumlu bir kamuoyu potansiyelinin oluşturulması yönünde mali kurum ve araçların sosyo-ekonomik prestijini yükseltir. Ancak, değindiğimiz tüm bu kapsamda kullanılabilir kasa mevcutlarının hacminin belirlenmesinde -bağımlı veya bağımsız- likidite devresinin mali politikalar veya hazine lehine bütünüleyici bir yapı göstermesine ilişkin süreç, bazı gerekçelerle olumsuz sapmalarla sonuçlanabilmektedir:

1) Parasal likidite sürecinde çok yüksek oranlara ulaşmış faiz hadlerine ilişkin Hazine, bütçe politikalarıyla uyumlu bir verim hadleri uyumunu sağlayamaz. Bu durumda Hazine'nin uzun vadeli borç ve itfa planlarını gündeme getirerek dönemsel bir denge etkinliği sağlamaya çalıştığı görülmektedir. Eğer konjontür bir genişleme sürecine yönelik enflasyonist bir yapıya yönelmemiş ise, enflasyon reflekslerinin sağlamlaşmadığı bir ülkede tasarruflardaki artış, para piyasasındaki gerilimleri minimize ederek maliye politikası hedefleri açısından Hazine'nin sermaye piyasasını kontrol ölçüğünü artıracak ve finansal kurumların sağlayamadığı fonları elde etmesini olanaklı kılacaktır (Turnovsky, 1980: 166-169).

2) Likidite sürecinde Kamu Hazinesi ile finansal kurum ve bankalar arasındaki bölüşümü saptıran bütün mali etkenler, aktif likiditeler üzerindeki Hazine'nin etkin yoğunluğunu bozmaktadır (Humphrey and Pulley, 1997: 75-81). Böyle bir süreçte örneğin, finans kurumlarındaki mevduat hesaplarındaki düşmeler, sadece borsa plasmalarına yönelik işlemler ve harcamalar lehine ortaya çıkar.

3) Likidite süreçlerine ilişkin mali krizlere yol açan en önemli etkenlerden şüphesiz bir diğeri de, "sıcak para" olgusu ve etkisinin olumlu yaptırımlarına rağmen, bu olumluluğu uygulamada tamamlayıcı likidite devrelerinin iyi işlemesiyle ancak bir anlam kazanmasıdır. Bu noktada Hazine, kontrolsüz para işlemlerinin sonuçlarından kaçınmasının yanı sıra, kendi tamamlayıcı likidite devresini beslemek için "sıcak para" dönüşümlerini konsolide etmeyi gündeme getirebilir (Ekinci, 1997: 160-165).

4) Mali krizlerin oluşmasında likidite mekanizmalarındaki sapmaların Hazine işlemlerinden bağımsız olup olmadığı sorunu, mali politikaların hedeflerinin belirlenmesi ve konjontürle uyumlaştırılmasında önemli bir konudur. Maliye politikalarının başarısızlığına neden olan ve rasyonel mali aktifler yaratılması gibi işlemleri optimize etmeyen bir kamu finansman politikası, yurt dışı mali yaptırımlarla ivme kazanıyorsa, süreçteki bu tür sapmaların bağımsızlığından söz etmek olanaklıdır (Dotsey, 1989: 278-284). Ancak konjontürdeki genişleme politikalarına bağlı olarak oluşan bir enflasyonist süreçte, döneme ilişkin mali araçların kötü kontrol edilmesi olumsuz likidite mekanizmalarını harekete geçirerek, örneğin cari işlemlere yönelik dengeler gibi dönemsel dengelerin ulusal makro politikalarla olan bağımlılığını da kaçınılmaz kılmaktadır (Özker, 2000: 204-206).

### **B) Hazine Varlıklarının Likidite Sürecindeki Niteliği ve Hazine Krizleri**

İlgili dönemdeki Hazine'ye ilişkin mali aktifler, ticari bankaların mevduatı ile Merkez bankası kasasındaki varlıklar veya Merkez Bankası nezninde tutularak kolayca nakite çevrilebilen likidite aktiflerinden meydana gelmektedir. Bu bağlamda, ülkemiz gibi Hazine'nin Merkez Bankası araçlarına doğrudan veya sıklıkla başvurduğu ülkelerde, nisbi likidite fazlalıkları "kullanılabilir avansların"

hacmini belirlemekte, bu fazlalığın Hazine tarafından Merkez Bankası'na yönlendirilmesini zorunlu hale getiren "avans cari hesabı" aracılığıyla da bankadaki bir sürekli avans limitinden söz edilebilmektedir.

Ancak hazine bazında likidite bulmaya yönelik para piyasasını daha etkin bir konuma getirmek isteyen ve Merkez Bankasına başvurmayı likidite mekanizmaları çerçevesinde öncelikli bir işlem olarak gören bir hazine politikası, Hazine kurumunu diğer bir finans kurumu ve bankalarla rekabete açık bir konuma getirmek için, bu kuruma özgü finansman kaynaklarını elde etmeyi hedeflemesiyle, likidite sürecinin dışına taşan bir para politikasına da zemin hazırlamış olmaktadır(Baumol and Blinder, 1991: 248). Böyle bir süreçte Hazine:

1) Disponibilitelerin doğrudan para piyasaları içerisine dahil edilerek likidite süreçlerinde aktif bir yapı kazandırılmasını hedeflemesinin yanı sıra, cari kurlar üzerinden diğer mali kuruluşlarla eşit veya benzer piyasa koşullarında likidite gereksinimini sağlama yoluna gidecektir.

2) Hazine bonolarının diğer plasman biçimlerine göre sahip oldukları avantaj ve özel kolaylıkların saptanarak, faiz oranlarının piyasa koşullarının uyumlu bir duruma gelmesi için yaptırımlar uygulanacak ve rezervlere ilişkin miktarların istikrar, kazanmasıyla bütünüyle kontrol edilebilir bir emisyon süreci yaratacaktır(Dwyer, Jr., 1985: 662-666).

3) Başvurulan Merkez Bankası avanslarının rolünün ve miktarının genişletilmesini, olağan devlet gelirleri miktarına göre endeksleme yoluna giderek, konjonktürel koşullar açısından alternatif bir yapı oluşturulacaktır.

Diğer taraftan hazine mevcutlarının likidite sürecindeki niteliği açısından kamusal mali aktifler, özel kişi ve kurumsal girişimlerden oluşmuş banka müşterilerine sağlanacak kredi olanaklarıyla bir rekabet ortamı yaratacak ve likiditelerin azaldığı dönemlerde de, rekabet koşullarına ilişkin tutumlar daha da belirginleşecektir. Böyle bir süreçte piyasadaki finans kurumları ve bankaların Hazine'nin cari hesap bonolarını satın almada kararsız bir tutum sergilemeleri durumunda, emisyonundan öncelikli sorumlu kurum Merkez Bankası'nın geniş ölçekte bir açık pazar politikasıyla müdahalesi gündeme gelmektedir. Şüphesiz böyle bir durum, Hazine'nin Merkez Bankası'na olan bağımlılığını artırarak, kamu gelirleri açıklarının kapatılmasında, Hazine'nin vergi bonolarını kendi koşullarına göre reeskont ettirilmesine ilişkin yaptırımları da sınırlandırmaktadır(Baumol and Blinder, 1991: 249-250). Bu kapsamda Hazinesinin likidite hareketlerine bağlı ortaya çıkabilecek başka mali etkilerden de söz etmek olanaklıdır.

i) Yeni kredilerin yaratılmasına yönelik kredi çoğaltanı Hazine'ce yürütülen fon dağıtımının Hazine mevduatı olarak değerlendirilmesinden daha çok, banka ve diğer finans kurumları bazındaki bir mevduatta toplanarak fertler ve teşebbüsler lehine olduğu zaman yükselmektedir.

ii) Bankalar ve finans kurumlarını Hazine'ye transferlerinin cari faiz hadlerini sürekli olarak yükseltmesi durumunda, yüksek faiz hadlerinden yararlanmayı kolaylaştırmak amacıyla "dalgalı" yabancı sermaye transferlerinde belirgin bir artış görülebilmektedir (Dornbush, 1986: 4-5).

184

iii) Vergi tahsil dönemlerine ilişkin yada istikrar dönemlerinde, bankalar ve diğer finans kurumlarının müşterilerinde kredi taleplerine yönelik bir artış söz konusu olmaktadır (Benninga and Talmar, 1988: 59-62).

iv) Konjonktürel uyum ve dönemsel dengelerin sağlanmasında, önemli istikrarların emisyon süreçlerinde Hazine'nin desteklenmesi amacıyla Merkez Bankası tarafından finans kurumlarına düşük hacimli de olsa sürekli yardım yapılması gündeme gelmektedir. Bu bağlamda istikrarlara olan talep düşüklüğünün önüne geçilebilmesi mümkün olabilmektedir (Khan and Lizando, 1987: 360-362).

v) Mali yükümlülüklerin yerine getirilmesinde ihtiyat olarak tasarruf edilmiş veya istikrarlara talep oluşturmak amacıyla elde tutulan banknotların ortaya çıkarılmasının yanısıra, yurt dışındaki altın ve döviz akışının etkin bir ölçekte ulusal ekonomiye yönlendirilmektedir.

vi) Hazinesinin itfa planı çerçevesindeki transfer ödemeleri döneminde, ulusal ölçekte oluşmuş altın piyasası faaliyetlerini olumlu yönde manipüle etmesi ve diğer taraftan transfer senetleri üzerindeki "arbitraj" hareketleriyle parasal tedavül hızında etkili bir artış hedeflenebilmektedir (Turnovsky, 1978: 24).

Konjonktürel uyum politikaları çerçevesinde Hazine, kasa hareketlerine ilişkin likidite süreçlerini ve borçlanma politikasının yaptırımlarına yönelik yetkiyi elinde tutmaktadır. Diğer taraftan bu sürecin kontrol edilmesinde kamusal borç senetlerinin özellikle vergi avantajlarından yararlanması konusunda sınırlandırılmalarının yanısıra, diğer borç alanlarının da mali piyasaya dahil edilmelerine ilişkin özel kesim girişimlerinin de ön plana çıkarılmasıyla Hazine, önceden izin alınması gerekmeyen en yüksek nispi emisyon tutarlarını gündemine alabilmektedir. Bu yaptırımlarla birlikte Hazine, kamu senetleri tabanlarına nispi bir düzey getirmesiyle para piyasasını besleyerek ve bono emisyonları için otomatik bir plasman sağlayacak tamamlayıcı likidite mekanizmalarını harekete geçirerek faiz hadlerinde bir düşüşe yol açabilecek likiditelerin akışını da Hazine kurumuna yönlendirebilmektedir (Li, 1997: 64-69).

#### IV. 1995 SONRASI HAZİNE DEVRESİ ve LİKİDİTE DENGESİ

Ülkemizde 1995 sonrası Hazine devresinin özellikleri, aynı dönemdeki kamu kurumlarına ilişkin çeşitli mali servisler arasındaki kasa birliğine dayanmasının yanı sıra, likidite elde etmek için kefaletli tahvilleri iskonto ettirmek yada avans talebiyle Merkez Bankası'na başvurma şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda dönemsel likidite dengesinin sağlanmasında Hazine'nin öncelikle Merkez Bankası ve banka



sistemine başvurmakla birlikte, son döneme ilişkin kendi devresiyle uyumlu "diğer parasal kaynaklar" kalemine bağlı avantajlar yönünde kullanılabilir aktiflerden de ağırlıklı olarak yararlandığı görülmektedir. Hazine'nin likidite sürecini daha aktif hale getirilmesine ilişkin banka parasına gerek kalmadan ödemelerini gerçekleştirmesinde Hazine parası yeterli limitte değilse, dışsal para sistemi devreye girmekte ve 1995 sonrası döneme özgü Hazine fonlarından banka parasına zorunlu bir dönüşüm politikasına ağırlık kazandırdığı farkedilmektedir (Ertuğrul ve Zaim, 1999: 101-103). Şüphesiz bu hızlı dönüşüm Hazinesinin Merkez Bankasındaki cari hesabında belirgin bir hareketliliğe yol açmasıyla Hazine'nin bir para kaynağı yaratan kurum işlemini üstlenmesini de ön plana çıkarmıştır.

1995 sonrası dönemde Hazine'nin dolaysız para yaratımına ilişkin işlevinden daha çok, Hazine'ce dolaylı para yaratılması yoluyla banka sisteminden ve emisyon kurumundan borçlanmayı tercih ettiği izlenmektedir. Bu bağlamda bankaların kendi parasal devrelerindeki likidite fazlasını Hazine'ye plase etmelerini sağlayacak Hazine bonolarındaki tercihli verim hadleri mekanizmalarının belirginleştirilmesi ölçeğinde kamu senetlerinin güvenliği ve likidite bakımından taşıdığı avantajlar döneme özgü artırılmıştır. Bununla birlikte 1995 sonrası likidite dengesinin sağlanmasında Hazine devresinin tamamlayıcı fonksiyonlarına ilişkin güçlükler ortaya çıktığında, Merkez Bankası'nın sınırsız avanslarla doğrudan doğruya ve açık piyasa işlemleriyle de dolaylı olarak gerekli, likiditeleri sağlamak için müdahale ettiği görülmektedir. Ancak yine bu yıllara ilişkin Hazine, orta ve uzun vadeli borçlanmalar açısından dönemsel dengesizlik gerçeklerine dayanarak rekabet kurallarının dışına çıkmış, ödünç verebilir fonların çok büyük oranlarda dönüşümünü sağlayan mali aracı ve planlar döneme ilişkin faiz oranlarının değişken yapısından ötürü, rasyonel bir itfa süreci (Lockwood, Philippopoulos and Snell, 1996: 901-907) oluşturamamıştır. Bunun bir sonucu olarak da Hazine'den izin alınması önceden gerekli olmayan emisyon tutarlarının azami limitlerine ilişkin tutarlar yükselmiş ve özellikle kısa vadeli borçlanmalar bazında Hazine ile bankalar arasındaki rekabet koşullarında dönemsel bir uyumun sağlanması açısından bankalarla tasarruf sandıkları arasındaki vadeli mevduat faizlerinin ortalama bir eşitliği zorunluluk kazanmıştır. Döneme ilişkin böyle bir uyumlaştırmada bir diğer amacın da, tevdiat hesapları ile emanetler sandığı hesapları bazında Hazine'ye sağlanan çok önemli bir kaynağın azalmasının önlenmesi olduğu da ayrıca söylenebilir.

Konjonktürel yapıdaki hareketlilikle de bir denge sağlanması açısından ilgili yıllara ilişkin Hazine bonolarındaki tercihli verim hadleri mekanizmasına ve para devrelerindeki likidite fazlasını Hazine'ye plase etmek için bankaların nezninde ideal bir mali aracı konumuna gelen kamu senetlerine, güvenlik likidite etkileri açısından önemli avantajlar sağlanmıştır. Bu kapsamda Hazine, ağırlıklı olarak

sermaye piyasaları bazında kesimlere göre ihraç edilen menkul değerlerle hedeflenen likidite akışını sağlamayı ağırlıklı olarak gündeme getirmiş ve ödünç verilebilir fonların likidite akış etkisini kendi lehine yönlendirmeyi hedeflemiştir. Bu çerçevede amaçlanan bir likidite etkisiyle mali krizlerin oluşturduğu olumsuzlukların bütçe bileşenleri bazında dengelenmesi ve fonları serbest bırakarak alternatif bir telafi olanağı arayışı göze çarpmaktadır. Tablo (1) de Hazine aracılığı ile 1995 sonrası değişik işlev ve mali yaptırımlara sahip kesimlere ihraç edilen menkul değerleri izlemek olanaklıdır.

**Tablo 1. Menkul Kıymet Satışlarının Kesimlere İlişkin Dağılımı**

Milyar TL.	1995	1996	1997	1998	1999	2000	%
<b>BANKALAR</b>	17985,3	69230,0	153408,8	256215,5	948161,0	622113,3	77,3
Hisse Senedi	565,1	1002,4	113,4	60,7	37,6	175,7	0,0
Özel Sektör Tahvili	42,7	152,8	198,3	25,8	0,0	0,0	0,0
Devlet Tahvili	3959,4	12640,6	74607,8	101281,3	620563,0	530221,7	65,9
Hazine Bonosu	13060,4	54749,2	78377,9	154787,5	327560,4	91715,9	11,4
Banka Bonosu	84,4	25,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansman Bonosu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Döviz Endeksli Bono	133,3	421,0	111,4	60,2	0,0	0,0	0,0
Gelir Ortaklığı Senedi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	140,0	238,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>ARA. KUR. ve KOM.</b>	3157,7	4746,3	20373,2	42368,7	77242,0	182351,3	22,7
Hisse Senedi	1809,7	2037,3	8972,2	18036,1	36876,5	96394,4	12,0
Özel Sektör Tahvili	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Devlet Tahvili	213,8	248,9	4780,6	8660,2	30752,4	81425,1	10,1
Hazine Bonosu	1109,2	2440,2	6618,1	15621,3	9457,2	3960,3	0,5
Banka bonosu	6,9	0,0	0,0	51,1	155,9	570,8	0,1
Finansman Bonosu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0
Döviz Endeksli Bono	17,7	19,9	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Gelir Ortaklığı Senedi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>GENEL TOPLAM</b>	21143,0	73976,3	173782,0	298584,2	1025403,	804464,6	100

**Kaynak:** Dış Ticaret Müsteşarlığı, Başlıca Ekonomik Göstergeler, Ocak 2001, Ankara: Ocak 2001, s.119.

Tablo (1) de Hazine'nin menkul kıymet satışlarının bankacılık sektöründe yoğunlaştığını, bunun dışındaki aracı mali kurumların banka sektörü alımlarının ancak ortalama beşte biri oranında bir menkul kıymet alımını paylaştığı izlenmektedir. Finansal kurumlar aracılığı ile 1995 sonrası likidite dengesinin sağlanarak cari bütçe açıklarının kapatılmasına ilişkin bir dönem dengesi hedeflenmiş, diğer taraftan da Hazine devresindeki mevduatı ve hazine bonosu

satışını artırmakla Hazine'nin kolayca piyasa fonlarını kendi lehine kullanımı ve yönlendirmesi bazında Merkez Bankasına geri ödeme olanaklarını artırması düşünülmüştür. Bu yaklaşım Merkez Bankasına karşı Hazine devresini de hızlandırarak likidite gereksiniminin karşılanmasında Hazine'nin Merkez Bankasına başvurumunu ve para yaratma kaynağını kullanmasındaki likidite dönüşümünü hızlandırmış ve dolaylı da olsa enflasyon oranlarını yükseltmiştir. Böylelikle Hazine devresi tamamlanmış, ancak Hazine açığının tedavüle çıkardığı fonların Hazineye dönmesine ilişkin süreç, likidite toplamaya elverişli mekanizmaların uyumsuzluğu ve rasyonel yapıdan uzaklaşılmasıyla sonuçlanmıştır. Likidite dengesinin dönemsel uyumu açısından 1995 yılı sonrası ilk yıllarda uzun vadeli borçlanmayı esas alan bir tahvil ihracı, daha sonraki yıllarda kısa vadeli, yüksek faizli ve likidite dönüşümü sürecini hızlandıran bir konjonktürel mali yaptırım uygulamasına dönüşmüştür. Likidite sürecinin dengelenmesinde kesimlere satışı gerçekleştirilen menkul kıymetlerin yanısıra, kamu kesimi ve özel kesim olarak ihraç edilen menkul değerlerin de mali etkili yaptırımlarından söz etmek olasıdır. Özel kesim ve kamu kesimi arasındaki bir likidite dönüşüm süreci dengesinin sağlanması açısından da önem arz eden bu konum, Merkez Bankası'nın Hazine aracılığıyla avans limitlerini doğrudan doğruya yükseltmesi ve açık pazar işlemleriyle de dolaylı olarak gerekli likiditeleri yaratmasında ilgili gerekçeyi oluşturmuştur.

**Tablo 2.** Menkul Kıymet Satışlarının Özel ve Kamu Kesimi Arasındaki Dağılımı

Milyar TL.	1995	1996	1997	1998	1999	2000	%
<b>KAMU KESİMİ</b>	1553758	5286051	6740407	15734726	30258147	45873086	88,9
Devlet Tahvili	343345	1247869	2358047	1360193	21377744	39533122	76,6
Hazine Bonosu	1210413	3722028	4382360	14374533	8880403	6339964	12,3
Gelir Ortaklığı Senedi	0	316154	0	0	0	0	0,0
<b>ÖZEL KESİM</b>	165967	149006	288188	509702	717339	5725833	11,2
Hisse Senedi	42773	89247	215470	440100	678870	2963054	5,7
Tahvil	1883	1229	1496	2533	0	0	0,0
Banka bonosu	1300	2363	9935	0	0	12471	0,0
Finansman Bonosu	1533	2880	2200	0	0	0	0,0
Kar Zarar Ortaklığı Belgesi	300	0	0	0	0	0	0,0
Katılma Belgesi	4249	8945	34330	56069	38469	2746365	5,3
Yabancı Yat. Fonu kat bel.	0	0	1757	0	0	3943	0,0
Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	113929	41629	23000	11000	0	0	0,0
Gayrimenkul sertifikası	0	2714	0	0	0	0	0,0
<b>GENEL TOPLAM</b>	1719725	5435056	7028595	16244428	30975486	51598919	100

**Kaynak:** Dış Ticaret Müsteşarlığı, Başlıca Ekonomik Göstergeler, Ocak 2001, Ankara: Ocak 2001, s.119.

Tablo (2), 1995 sonrası yıllarda likidite dönüşüm hızının hedeflenen dengelere ulaşmasında tahvil, bono ve varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarının kesimler arası paylaşımı görülmektedir. Likidite dönüşüm hızının dönemsel dengesinin sağlanmasında kamu kesiminin devlet tahvili ve Hazine bonolarının ihracındaki ağırlığı, dönemsel dengelerin kamu kurumlarının mali yaptırımlarıyla sağlanmaya çalışılmasının yanı sıra, diğer makro politikalarda da saptanan hedeflere ulaşmada resmi kurumsal bir mali uzlaşmanın sağlanmasının gerekliliğini ön plana taşımaktadır. Bu bağlamda 1995 sonrası yıllarda Hazine açığının tedavüle çıkardığı fonların hazineye dönmesi yönündeki bir likidite devresinin tamamlanmasına ilişkin mekanizma, Hazine'nin yansızlığındaki geleneksel ölçütlerden bazı gerekçelerden ötürü uzaklaştırılmasıyla mali kriz ortamına dönüşmüştür. Hazine diğer para yaratma kaynaklarını ihmal eder bir konuma gelmesiyle, bütçe açıklarının büyüklüğü ile de orantılı emisyon kurumu avanslarına tablo(2)'de görülen menkul kıymet transferlerinden daha çok başvurulduğu izlenmektedir. Bu noktada açık piyasa işlemlerinin Merkez Bankası bazındaki işlemleri, doğrudan doğruya sınırsız avanslar karşısında etkisiz bir işlem hacmi marjında kalmıştır. Geline bu noktada 1995 sonrası dönemde kamu hazineciliğinin yüklediği sıkıntılar ekonomik ve parasal sıkıntılara ilişkin yapıyla hız kazanmış ve enflasyoncu bir konjonktür perspektifinin banknot hacimleri bazında tedavüldeki paranın yarısından fazlasını aşmasıyla kullanılabilir likidite hacmini önemli ölçüde etkileyebileceği düşünülmüştür. Ancak 1995 sonrası enflasyonist süreçte para saklama isteğinin ihraç edilen yüksek faizli tahvil ve bonolarla azalması ve mevduat tedavül hızının artması kısa dönemli de olsa bankaların yüksek bir kar marjı elde etmelerini sağlamıştır.

## V. SONUÇ

Konjonktürel bir yapıda likidite süreçlerine ilişkin tamamlayıcı bir likidite mekanizmasının aksaması ve tıkanıklıkları, öncelikli olarak Merkez Bankası'nın Hazine ağırlıklı avans limitlerini doğrudan müdahalesiyle yükseltmesi (hatta sınırsız kılması) ve açık piyasa işlemleriyle de dolaylı olarak gerekli mali etkileşimleri yaratmasıyla aştığı izlenmektedir. Diğer bir açıdan da bankalar likidite kaynaklarının önemli bir oranını kamu senetlerini satın almaya ve piyasa işlemlerinde kullanmaya zorlanarak likidite devresinin tamamlanması sağlanmaktadır. Ancak kamu bankaları dışındaki diğer bankaların elde ettikleri dönemsel likidite fazlalarını Hazine'ye plase etmelerinde kurumsal bir yarar görmemeleri durumunda, Hazine'nin tahvil ve bonolardaki tercihli verim hadleriyle hedeflenen yaptırımların tamamlayıcı likidite mekanizmalarındaki aksamalarla dönemsel mali krizlere gerekçe oluşturduğu da izlenmektedir. Bütünleyici bir likidite mekanizmasının tamamlanmasına ilişkin Hazine, bu noktada, kendi ihraç ettiği tahvil ve bonolarının verim oranını diğer bütün reeskont hadlerinden, diğer bir

ifadeyle vade yapıları ve nitelikleriyle bono plasmanlarına eşdeğer bütün mali kullanımların hadlerinden yüksek olacak şekilde uyarlamak durumunda kalmaktadır. Bunun yanı sıra bazı hazine bonolarının vade koşullarına göre verim oranının emisyon haddinden farklı olması, likidite süreci dinamiklerine ilişkin hazine kontrolünü de kolaylaştırmaktadır.

Likidite mekanizmasının mali bir kriz ortamına gerekçe yaratmadan rasyonel bir dönüşüm sürecini tamamlamasının hedeflendiği bir konumda Hazine, alternatif mali bir yaklaşım olarak eğer para piyasasıyla sermaye piyasasındaki hadleri minimum düzeyde tutmayı hedefliyorsa, Merkez Bankası aracılığıyla bazı açık piyasa işlemleri bazında hadlerin tespitine ilişkin bir yaptırıma başvurmak; ya da likidite sürecinde doğrudan doğruya hazine tarafından saptanmış piyasa hadleriyle para politikasının tüm usule ilişkin yaptırımları ve avanslarını piyasaya teyid etmek için Merkez Bankası'na başvurmak zorunluluğunda kalmaktadır. Bu bağlamda likidite sürecinin rasyonel bütünleyici etkisi, özellikle etkili bir para politikası çerçevesinde mali kurumların likidite karşılığında değiştirmeyi hedefledikleri tüm kamu senetlerini, Merkez Bankası'nın belirlediği bir değişim oranı üzerinden kabul edilmesiyle daha da güncellik kazanmaktadır.

1995 sonrası dönemde ülkemizde likidite devresinin rasyonel bir tamamlayıcılığı ve mali krizlerin aşılması bazında parasal tarafsızlık anlayışından, ölçüsüz Merkez Bankası avansları ve Hazine'ce denetlenen para yaratma olanakları limitinin çok üstüne çıkılmasıyla uzaklaşıldığı görülmektedir. Bu açıdan döneme ilişkin yıllarda Hazine'nin parasal disonibilite sağlama olanaklarının kalan vermesiyle mevcut süregelen bütçe yükleri ve borç amortismanlarının parasal olmayan kaynaklardan sağlanması yönünde ciddi bir eğilim doğmuştur. Konjonktürel yapıda kamu gelirleri ve borçlanma marjlarının yetersizliği ölçüsünde Hazine'nin enflasyonist sürece bağımlılığı artmış ve menkul kıymet transferlerine yönelik bir tasarrufla finansman politikası reel ölçekte başarısız olmuştur. 1995 sonrası yıllarda Hazine'nin bu başarısız konumu, kendi emisyonlarını piyasadaki şartlara ve ihtiyaçlara göre ayarlayan bu kurumun açık piyasa işlemleri ve kur politikalarına ilişkin likidite sürecini optimize eden müdahalelerini etkinlikten uzaklaştırmış, paranın enflasyonist bir etkiyle tedavül hızındaki artışa rağmen tamamlayıcı bir rasyonel likidite mekanizmasını etkin kılmıştır.

Diğer açıdan ülkemizde likidite sürecinin rasyonelize edilmesinde kamusal ve özel finansal kurumlar, Hazine bonusu satın almaya yönlendirilmesinin yanı sıra, bono iktisap etmek için borçlanmaya ve reeskonta gitmesi yönünde de yaptırımlara konu olmaktadır. Mali kurumların portföyündeki bazı dönemlere ilişkin bu tür yığılımlar, bu kurumların aktifinde başka kullanımlara oranla likiditesi daha iyi sağlanmış kalemlerin öncelikli olarak ikame edilmesini gündeme getirmiş, dolayısıyla da bono hamillerini normal kredi kontrol yetki sürecinin dışında bırakarak 1995 sonrası yıllarda likidite güvenliğini tehdit eden bir unsur olmuştur.

Bu olumsuz olgu, Hazine bonusu ve tahvillerin, reeskont veya Merkez Bankası likidite hadlerinin düşük olduğu döneme özgü şartlar doğrultusunda ancak mali bir rasyonalite kazanabileceği gerçeğini vurgulamaktadır.

## 190

## KAYNAKLAR

- ABADAN, Emur Demir (1993), "Government Dept., The Central Bank and Inflation: Testing Three Hypotheses and The Structure of Causality", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Vol.20, No.3, ss.251-267.
- ALTINKEMER, Melike ve Diğerleri (1990), "Merkez Bankası Bilançosu, Parasal Büyüklükler ve Aralarındaki İlişkiler", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Üç Aylık Bülten**, (Ocak-Mart 1990-1), ss.19-45.
- BAUMOL, William J. And Alan S. Blinder (1991), **Economics: Principles and Policy**, 5<sup>th</sup> ed., Newyork: Harcourt Brace Jovanovich, Inc.
- BENNINGA, Simon and Eli Talmor (1988), "Revenue-Neutral Changes in Corporate and Personal Income Tares and Government Dept" in Elhanan Helpman, Assaf Razin, and Efraim Sadka, (eds.), **Economic Effects of The Government Budget**, London: The MT Press.
- BLEANEY, Michael (1995), "Why So Many Attempts to Stop High Inflation Fail", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Vol.22, No.2, ss.125-134.
- CHAMBLEY, Christopher and Hearnkis Polemarchakis (1984), "Assets, General Equilibrium, and The Neutrality of Money", **Review of Economic Studies**, Vol.51, No.1, pp.129-138.
- CHARI, V.V. Christiano Lawrence J. And Kehoe Patrick J. (1991), "Optimal Fiscal and Monetary Policy: Some Recent Results" **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.23, No.3, ss.519-539.
- CROUSHORE, Dean D., Ronald S. Koot and David A. Walker (1990), "Economic Stability and The Government Deficit", **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol.12, No.3 ss.390-403.
- Dış Ticaret Müsteşarlığı, **Başlıca Ekonomik Göstergeler**, Ankara: Ocak 2001.
- DORNBUSCH, Rudiger (1986), "Special Exchange Rates for Capital Account Transactions" **The World Bank Economic Review**, Vol.1, No.1, pp.3-33.
- DOTSEY, Michael (1989), "Monetary Control Under Operating Procedures", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.21, No.3, pp.273-290.
- DWYER, Gerald P. Jr. (1985), "Federal Deficits, Interest Rates and Monetary Policy", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.17, No.4, pp.611-641.
- EKİNCİ, Nazım Kadri (1997), "Kamu Açıkları ve Sıcak Para", **Ekonomide Durum**, Türk İş Araştırma Merkezi, (Kış 1997), ss.158-166.
- ENDERS, Walter and Bang-Soo Lee (1990), "Current Account and Budget Deficits: Twins or Distant Cousins", **The Review of Economics and Statistics**, Vol. LXXII, NO.3, pp.373-381.

- ERTUĞRUL, Ahmet ve Osman Zaim (1999), "Ekonomik Kriz ve Türk Bankacılık Sisteminde Etkinlik", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Cilt.26, Sayı.1-2, ss.99-116.
- HUMPHREY, David B. And Lawrence B. Pulley (1997), "Bank's Responses to Deregulation: Profits, Technology and Efficiency", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.29, No.1, pp.74-86.
- KHAN, Mohsin S. And J. Saul Lizondo (1987), "Devaluation, Fiscal Deficits and The Real Exchange Rate", **The World Bank Economic Review**, Vol.1, No.2, pp.357-374.
- KRUGMAN, Paul R. (1979), "A Model of Balance of Payments Crises", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.11, No.2, pp.311-325.
- LI, Victor E. (1997), "The Efficiency of Monetary Exchange in Search Equilibrium" **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.29, No.1, pp.61-72.
- LOCKWOOD, Ben, Postolis Philippopoulos and Andy Snell (1996), "Fiscal Policy, Public Debt Stabilisation and Politics: Theory and UK Evidence", **The Economics Journal**, Vol.106, No.437, pp.894-911.
- ÖZKER, A. Niyazi (2000), **Enflasyonist Finansman Teorisi ve Türkiye**, İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş.
- SARGENT, Thomas and Neil Wallace (1983), "A Model of Commodity Money", **Journal of Monetary Economics**, Vol.12, No.1, pp.163-187.
- SMITH, Bruce D. (1985), "Some Colonial Evidence on Two Theories of Money: Maryland and The Carolinas", **Journal of Political Economy**, Vol.93, No.6, pp.1178-1211.
- TOBIN, James (1965), "Money and Economic Growth", **Econometrica**, Vol.33, No.4, pp.671-684.
- TURNOVSKY, Stephen J. (1980), "Monetary and Fiscal Policy in a Long-Run Macroeconomic Model", **The Economic Record**, Vol.56, No.153, pp.158-170.
- TURNOVSHY, Stephen J. (1985), "Macroeconomic Dynamics and Growth in a Monetary Economy", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.10, No.1, pp.1-26.
- WRAY, I. Randall (1993), "Money, Interest Rates and Monetarist Policy", **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol.15, No. 4, pp.541-571.