

Çin Ekonomisinde Para ve Döviz Politikası

Özet

Bugün küresel krizin büyüklüğü ve yol açtığı belirsizlikler ve riskler, ciddi ekonomik, sosyal ve politik sorunlara yol açmaktadır. Küresel krizin yol açacağı yeni ekonomik düzen yanında, dünya ekonomisiyle bütünleşmesi ve Dünya Ticaret Örgütü'ne olan taahhütleri de dikkate alındığında Çin'i gelecekte zor günler beklemektedir. Önümüzdeki günlerde ABD dolarının diğer paralar karşısında değer kaybetmeye devam etmesi ve Çin'le olan dış ticaret açıkları düşünüldüğünde Renminbinin değer kazanması üzerinde baskılar artacaktır. Bu çalışmada Çin ekonomisinin piyasa ekonomisine geçiş sürecinde özellikle döviz kuru ve para politikası bağlamında karşı karşıya kaldığı problemler incelenecektir. Bu çalışmada Çin ekonomisinde finans ve bankacılık sisteminin temel özellikleri, para politikasının evrimi, para politikasının hedefleri ve gerçekleştirme sonuçları ve döviz kuru ve para politikasının karşılaştığı temel sorunlar analiz edilmeye çalışılacaktır. Çalışma, bir değerlendirmeyle sonuçlandırılacaktır.

Anahtar Kelimeler: Çin, Para politikası, Döviz Kuru, Finansal Piyasalar

Monetary and Foreign Exchange Policy in the Chinese Economy

Abstract

Nowadays, the size of economic crisis and its uncertainties and risks are causing serious economic, social and political problems. Beside the new economic order which caused by global crisis, considered the integration with world economy and its commitments to World Trade Organization, China will witness hard times in the future. In the days to come, considering that U.S dollar will depreciate against other currencies and the foreign trade deficit of Unites States against China, the pressures on the appreciation of Renminbinin will increase. In this study, the problems of Chinese economy face to, especially in the context of the exchange rate and monetary policy will be examined. This study analyses the main characteristics of banking and financial systems, the evolution of monetary policy, the objectives of monetary policy and its realization outcomes and the main problems of exchange rate and monetary policy in Chinese economy. This study will conclude with an evalution.

Keywords: China, monetary policy, exchange rates, financial markets.

**Sayım IŞIK¹
Y. Koray DUMAN²**

¹ Doç.Dr., Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F İktisat Bölümü Öğretim Üyesi, sayim@akdeniz.edu.tr

² Yrd. Doç. Dr., Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F İktisat Bölümü Öğretim Üyesi, kduman@akdeniz.edu.tr

Giriş

Çin, yüksek ve istikrarlı bir ekonomik büyüme oranına katkı sağlayan reformlarla şimdiye kadar büyük ilerleme kaydetmiştir. 1980'lerde başlayan planlı ekonomiden piyasa ekonomisine geçiş sürecinin büyüme oranları, enflasyon, istihdam, ödemeler bilançosu dengesi gibi temel makroekonomik göstergeler dikkate alındığında oldukça başarılı olduğu görülmektedir. Bu süreçte Çin, parasal sistemini doğrudan kontrol önlemlerinden (kredi ve faiz oranı tavanları, zorunlu karşılık oranları gibi) daha dolaylı önlemlere (açık piyasa işlemleri gibi) kaydırmış ve Çin Merkez Bankası piyasa güçlerine daha fazla rol vermek için genel ekonomik reformlar doğrultusunda faiz oranlarını tedrici olarak serbestleştirmiş ve bankalar arası piyasasını geliştirmiştir. Ayrıca bu geçiş sürecinde hem daha bağımsız para politikası uygulamak hem de finansal piyasaların istikrarını sağlamak için Çin Bankacılık Düzenleme Komisyonu kurulmuştur. Bankacılık ve sermaye piyasası reformu edilerek, daha fazla piyasaya açılmış ve finansal piyasalarda kamunun doğrudan kredileri azalırken, özel sektörün kredileri artmaya başlamıştır.

Bütün bu olumlu reformlara karşın Çin'in mevcut döviz kuru politikası ve dolayısıyla para politikası, dış çevreden kaynaklanan şoklara ve değişimlere etkili bir şekilde tepki verebilecek düzeyde esnek değildir. Dolayısıyla uzun dönem için yanıtlanması gereken temel soru: Çin ekonomisinin bu yüksek ve istikrarlı ekonomiyi sürdürmek için gerekli koşulları nasıl yaratacağıdır. Bu açıdan, küreselleşmenin ve rekabetin gittikçe şiddetlendiği bir dünyada Çin, daha esnek döviz kuru politikası ve sermaye hesabının serbestleştirmesine yönelik reformlar yapmak zorunda kalabilecektir. Her ne kadar sermaye hareketlerinin girişiyle ilgili olarak "Tescil Edilmiş Yabancı Kurumsal Yatırımcılar Sistemi"nin kabulünü izleyen önemli adımlar atılmışsa da hala sermaye hesabıyla ilgili çok sayıda kısıtlamalar mevcuttur.

Bu çalışmada Çin ekonomisinin piyasa ekonomisine geçiş sürecinde özellikle döviz kuru ve para politikası bağlamında karşı karşıya kaldığı problemler incelenecek ve bazı önerilerde bulunulacaktır. Bu amaçla çalışma aşağıdaki şekilde tasarlanmıştır. Birinci bölümünde Çin ekonomisinde finans ve bankacılık sisteminin temel özellikleri, ikinci bölümde Çin para politikasının evrimi,

üçüncü bölümde para politikasının hedefleri ve gerçekleşme sonuçları, dördüncü bölümde ise Çin döviz kuru ve para politikasının karşılaştığı temel sorunlar analiz edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın sonunda ise bir değerlendirme yapılacaktır.

1. Çin Ekonomisinde Finans ve Bankacılık Sisteminin Temel Özellikleri

1.1 Finans ve Bankacılık Sistemi

Çin ekonomisinde finans ve bankacılık sisteminin, yurtiçi finansal aracılıkta temel rol oynaması nedeniyle, sağlıklı ve etkin çalışması makro ekonomik istikrar açısından son derece önemlidir. Hisse senedi ve tahvil piyasalarının finansal sistemdeki payı oldukça düşüktür. Bu nedenle finansal sistemde bankalar, finansal aracılık hizmetlerinin büyük bir kısmını yerine getirmektedir. Bugün devlet bankalarının ağırlıklı olduğu bankacılık sistemi, ekonomik gelişmelere paralel olarak, piyasa ekonomine geçiş süreci yaşamaktadır (Barnett 2004:43).

Çin'in finans ve bankacılık yapısını incelediğimizde üç temel özelliğe sahiptir. Bunlardan ilki finans ve bankacılık sisteminde devletin büyük bir ağırlığı bulunmaktadır. Nitekim Bankacılık sistemine dört büyük devlet ticaret bankasının hâkim olduğu görülmektedir. Bu bankalar; Çin Tarım Bankası, Çin Endüstri ve Ticaret Bankası, Çin Bankası ve Çin İmar Bankasıdır (Bouvatier 2006) ve Geiger 2006: 12). Bankacılık sistemindeki toplam mevduatların yarısından fazlası bu devlet bankalarında tutulmaktadır. 2005 yılı sonu itibarıyla bu oran %56'dır. 2000'li yıllarda ise bu oran çok daha yüksektir. Son yıllarda anonim ortaklı ticari bankalar ise hızla büyümektedir. Bu bankalar; yerli veya yabancı özel sektör yatırımcılar kadar devletin de iştiraklerini içeren, çok farklı sermaye yapılarına sahip bankalardır. Bu bankalar, bankacılık sisteminin toplam aktiflerinin yaklaşık %20'sine sahiptir. 2000'li yılların başında bu oranın yaklaşık olarak %12 olduğu düşünüldüğünde, ticari banka mevduatlarının toplam mevduatlar içindeki payı yükselme eğilimi göstermektedir.

Bankacılık sisteminde kırsal ve kentsel kredi kooperatifleri şeklinde çok sayıda küçük bankalar da bulunmaktadır. Bu bankaların toplam mevduat içindeki payı ise 2005 yılında yaklaşık olarak

%10'dur. Mevduat bankalarına ek olarak Çin Kalkınma Bankası, Çin İhracat-İthalat Bankası gibi bazı özel mevduat bankaları da vardır. Bu özel mevduat bankaları, toplam mevduat bankalarının varlıklarının yaklaşık olarak %10'nu tutmaktadır (Goodfriend and Prasad 2006: 17-19 ve Barnett 2004:43-44). Yabancıların fonladığı bankaların payı ise oldukça düşüktür.

Bankacılık sisteminin ikinci temel özelliği ise bankacılık sisteminin GSYİH'ya oranı çok yüksek olmasıdır. Son yıllarda finansal sistemdeki kredi ve mevduatların GSYİH'ya oranı sırasıyla %136 ve %178'dir. Tüm mevduat bankalarındaki toplam aktiflerin GSYİH'ya oranı %200'ü aşmaktadır. Çin bankacılık sistemini aktifleri ve kredilerinin GSYİH'ya oranını (%200 ve %160) diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ile karşılaştırıldığında oldukça yüksektir. Banka kredileri ve mevduatları özellikle 1990'ların ortalarından itibaren hızla artmaktadır.

Bankacılık sisteminin üçüncü temel özelliği ise bankacılık sisteminin hızla büyümesidir. Tüm finansal kurumların kredi miktarı son yıllarda ortalama %20'nin üzerinde artmaktadır. Banka türleri dikkate alındığında ise anonim ortaklı ticari bankalarda kredi artış diğerlerine göre oldukça yüksektir.

Bankalar genel olarak ulusal parayla kredi vermektedirler. Yabancı parayla verilen kredi miktarı, toplam kredilerin çok küçük (%6) bir kısmını oluşturmaya karşın, son yıllarda hızla (ortalama %25'in üzerinde) artmaktadır. Diğer yandan, döviz mevduatlarının toplam mevduatlar içindeki payı ise %6'dır. Döviz kredilerindeki artışa karşın döviz mevduatlarının düşmesinin temel nedeni, Renminbinin değer kazanacağı beklentisidir (Barnett 2004: 45).

Ulusal parayla verilen kredilerin vade yapısına baktığımızda ise kredilerin büyük bir kısmı kısa vadeli olmasına karşın düşme eğilimi göstermektedir. 1997 yılından bu yana kısa vadeli kredilerin toplam krediler içindeki payı 2/3'den 1/3'e düşmüştür. Orta ve uzun vadeli kredilerin toplam krediler içindeki payı (yaklaşık olarak %40) ise artmaktadır. Tüketici kredilerinin payı ise hala düşük düzeyde olmasına karşın hızla (%50'nin üzerinde) yükselmektedir. Tüketici kredilerinin toplam krediler içindeki payı 2002 yılında %8 iken son yıl-

larda bu oran %10'un üzerindedir. Bu kredilerinin yaklaşık % 75'i bireysel konut kredilerinden oluşmaktadır.

Finansal sistem içinde bankacılık sistemi önemli bir yere sahip olmasına karşın, hisse senedi (borsa) ve tahvil piyasasının payı oldukça düşüktür. Bankacılık sistemindeki mevduat hesaplarının GSYİH'ya oranı %160 iken, devlet borç stokunun GSYİH'ya oranı %25'tir. Şangay ve Şenzhen borsaları sırasıyla 1990 ve 1991 yılında kurulmasına ve hızla büyümelerine karşın hala işlem hacimleri, gelişmiş bir yasal sistem olmaması nedeniyle düşüktür. Dolayısıyla borsa, henüz hane halkının tasarruflarını yatırımlara dönüştürme işlevini yerine getirmekten oldukça uzaktır. 2005 yılı itibarıyla genel olarak finansal aracılık oranı düşük olmasına karşın, şirket tahvilleri ile borsanın nispi önemi artmaya başlamıştır. 2005 yılındaki yurtiçi finansal fonların değişimine baktığımızda, banka kredilerinin oranı %89'dan %78'e düşerken; şirket tahvilleri ile borsanın oranı, her biri için %1'den %6'ya yükselmiştir. Hükümetin tahvil ve bonolarının oranı ise %10'dur (Goodfriend and Prasad 2006: 17-19 ve Bouvatier 2006)).

Çin finansal ve bankacılık sisteminde geçmişten günümüze önemli değişimler yaşanmaktadır. Bu değişimde, bankaların temel rolleri ile karşılaştığı sorunlar arasındaki uyumsuzluk önemli rol oynamaktadır. 1990'ların başına kadar devlet ticaret bankaları, özellikle, devletin sahip olduğu işletmelere kredi vermektedirler. Bu krediler, ticari kararlardan daha ziyade devletin yaptığı planlara dayanmaktadır. Çünkü devlet işletmeleri hem istihdam yaratma hem de sosyal hizmetleri (çalışanlara konut, eğitim, sağlık, emeklilik gibi hizmetlerin sunulması) yerine getirilmesinde önemli role sahipti. Bu yaklaşımı, devlet işletmelerine "doğrudan kredi verme" yaklaşımı olarak tanımlamak mümkündür. Devlet işletmelerine, ticari olarak karlı olmalarına (kredi geri ödemesi düşük, finansal yapısı zayıf, karlılığı düşük) karşın, hem çalışma sermayesi hem de yatırımlar için fon aktarılmaktaydı. Bugün devlet ticaret bankaları bir yandan bu tarihsel görevleri yerine getirirken, diğer yandan piyasa ekonomisine geçiş sürecinde uluslararası standartları karşılamak için modernleşme süreci içinde bulunmaktadır (Barnett 2004:45-46).

Bankaları finansal durumlarına göre değerlendir-
diğimizde ise devlete ait ticaret bankaları ve kü-

çuk ölçekli tarımsal kredi veren kırsal kredi kooperatifleri merkezi planlama altında kredi tahsisinde üstlendikleri rol nedeniyle finansal açıdan en zayıf bankalardır. Anonim ortaklı bankalar ise, finansal açıdan daha sağlam bankalardır. Bu bankalar, daha sağlam yönetişime sahip olmaları açısından piyasa ekonomisine geçiş sürecinde bankacılık sistemindeki paylarını sürekli olarak artırmaktadırlar.

Devlet bankalarındaki geri dönmeyen kredi stoku çok yüksektir. Bu nedenle Çin, 1990'ların sonlarında devlet bankalarının finansal durumunu sağlamlaştırmak için önemli adımlar atmaya başlamıştır. 1998 yılında devlet bankalarının "doğrudan kredi verme" politikasına son verildi. Yapılan bankacılık reformu ile birlikte dört büyük devlet ticaret bankasına 270 milyar Renminbi (GSYİH'nin %3.5) sermaye aktarıldı. Bu dört banka ile birlikte Çin Kalkınma Bankası'nın geri dönmeyen kredi stokunu devretmek üzere 1999-2000 döneminde dört varlık yönetim şirketi oluşturuldu. Oluşturulan varlık yönetim şirketleri, bankaların finansal yapısını güçlendirmek için ihraç ettikleri tahviller ile geri dönmeyen kredi stokunun 1.4 trilyon Renminbini (yuannı) (GSYİH'nin %14'nü) satın aldı.

2007 yılından günümüze Çin bankacılık sektörünün rekabetçi gücünün artmış ve bilanço karları yükselerek 446,7 milyar yuan olmuştur (China Financial Stability Report 2008).

1.2. Finans ve Bankacılık Sisteminde Yapılan Reformlar

Çin, 1990'lı yıllardan itibaren uyguladığı tedrici finansal serbestleşme ve sermaye kontrolleriyle sıcak para girişini engellemiş (özellikle Asya krizinde) ve böylece yüksek ekonomik büyüme sağlamıştır. Bugün finansal reformlar devam etmektedir. Bu reformlardan ilki, Çin ekonomisinin merkezi planlamadan piyasa ekonomisine geçişini sağlamayı amaçlayan bankacılık reformlarıdır. İkinci reform ise sermaye kontrollerinin azaltılmasıdır (Bouvatier 2006). Bu reformlardan sonra sıcak para girişleri (doğrudan yabancı yatırımlar dışındaki) önemli ölçüde artmaya başlamıştır. Bu süreçte Çin ve ABD faiz oranları arasındaki farklılıklar, Renminbinin değer kazanacağı beklentileri ile birleşince, sıcak paranın hızla artmasına neden olmuştur.

Bugün Çin bankacılık sisteminin karşılaştığı temel sorunlar şunlardır (Goodfriend and Prasad 2006: 18, Barnett 2004:45-50, Geiger 2006:10-11 ve DBR 2003:1-4):

- Bankacılık sisteminde devlet bankalarının verdiği kredilerin geri dönüş oranı düşüktür. Devlet ağırlıklı işletmelere verilen kredi şeklindeki ucuz doğrudan finansman politikası, istihdam artırıcı ve sosyal hizmetleri sağlayan karlılığı ve verimliliği ihmal eden uygulamalardır. Geri dönüşü olmayan kredilerin toplam krediler ve GSYİH içindeki oranlarına bakıldığında 2002 yılında %20 ve %25 iken, 2003 yılında %25 ve %21 olduğu görülmektedir. Bu oranlar tarım (kırsal) kredi kooperatif bankalarında çok daha yüksektir. Anonim ortaklı ticari bankalarda ise bu oranlar 2002 yılında %10 ve %7 iken, 2003 yılında %2 ve %1 olarak gerçekleşmiştir. Bu bankalar, kredi geri dönüş performansı açısından, diğer bankalara göre daha başarılıdır. Dolayısıyla genel olarak değerlendirdiğimizde kredi geri dönüşleri, son yıllarda olumlu gelişmeler göstermesine karşın hala çok yüksektir.

- Bazı karlı devlet bankalarının devlete kar temettüsü ödememesi, birikmiş temettülerin yeniden yatırıma dönüşmesine neden olmuştur. Böylece bazı sektörlerde fiyat artışları ve yükselen karlar, ucuz finansmanla birlikte, yeni bir yatırım artışlarına neden olmaktadır. Yüksek yatırım düzeyleri ve sektörel yoğunlaşma, bazı sektörlerde aşırı kapasiteye yol açarak, ileride kredilerin geri dönüşünü olumsuz engelleme potansiyeline sahiptir.

- Bir başka önemli sorun ise sermaye yeterlilik oranlarının çok düşük olmasıdır. 2003 yılında devlet ticari bankalarında sermaye yeterlilik oranı yaklaşık olarak %8 iken, anonim ortaklı ticari bankalarda bu oran %7.4 düzeyindedir.

- Bankacılık sisteminin önemli bir diğer sorunu ise potansiyel olarak kredi zararları karşılığında ayırmak zorunda olduğu teminatların (karşılıkların) düşük olmasıdır.

- Aralık 2001'den sonra Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ)'ne olan taahhütleri nedeniyle bankacılık sisteminin yabancı finansal kurumlara açılması.

Bu geçiş sürecinde Çin bankacılık sisteminin yaşadığı sorunlar son yıllarda finansal ve bankacılık sisteminde reform yapma çabalarının artmasına neden olmuştur. Bu reformların çoğu, bankacılık

sisteminin devlet kontrollü kredi sisteminden dışa açık, rekabetçi ve modern bir bankacılık sistemine geçişini amaçlamaktadır. Bankacılık sisteminin piyasa ekonomisi prensiplerine (geliştirilmiş şirket yönetişimi, risk yönetim teknikleri gibi) göre hareket etmesi, finansal pozisyonunu güçlendirecek, gelecekteki geri dönmeyen kredileri azaltacak ve karlılığını artıracaktır. Ayrıca, bankacılık sisteminin finansal yapısının güçlendirilmesi ve yeniden yapılandırılması, ileride devlet ağırlıklı kredilerin geri dönmemesinin yaratacağı finansal yüklerin azaltılmasında önemli rol oynayacak ve finansal aracılık fonksiyonunu daha etkin bir şekilde yerine getirecektir.

Çin finans ve bankacılık sisteminde yapılan reformlar ise aşağıdaki gibi kısaca özetlenebilir. (Barnett 2004: 47-49):

- Nisan 2003’de bankacılık sisteminin etkin olarak düzenlenmesi ve denetlenmesi görevi, Çin Merkez Bankası (ÇMB)’ndan Çin Bankacılık Düzenleme Kurulu (ÇBDK)’na devredilmiştir. Para politikasının bankacılık düzenleme ve denetleme görevinden muaf olması, onun temel amaçlarına odaklanmasını ve bunun için piyasaya dayalı araçları kullanmasına olanak sağlayacaktır. ÇBDK öncelikli olarak geri dönmeyen kredilerin azaltılmasını, devlet ticaret bankaları ile kırsal finansal sistemin reform edilmesini hedef olarak seçmiştir. ÇBDK, bir yandan düzenleme ve denetlemeyi güçlendirirken diğer yandan bankaların yönetim, risk kontrol ve yönetimlerini geliştirmelerinin önemini vurgulamıştır.
- Çin Bankası, Çin İmar Bankası ve Çin Endüstri ve Ticaret Bankası yeniden düzenlenmiştir.
- Bankacılık reformlarının önemli bir parçası ise DTÖ’ye olan taahhütler nedeniyle yurtiçi bankalardan temettü (kar) hisseleri almaları için yabancı stratejik yatırımcıları çekmektir. Bankacılık sisteminin dış piyasalara açılmasından beklenen yarar ise şirket yönetişiminde iyileştirmeler yapmak ve dışarıdan risk yönetimi tekniklerinden yararlanmaktır. Aralık 2006 itibarıyla Çin, yabancı finans kurumlarına yönelik tüm sınırlamaları (sahiplik, yönetim, çalışma gibi) kaldırmayı taahhüt etmiştir. DTÖ taahhütleri çerçevesinde bazı alanlarda yabancı finansal kurumların Çin müşterileri ile hiçbir coğrafi kısıtlama olmaksızın döviz işlemleri yapmasına izin verildi. Ayrıca, yabancı girişimcilerin Renminbi ile ticaret yapmasına getiril-

miş olan sınırlamalar kaldırılmaya başlandı. Diğer yandan, yabancıların fonladığı finansal kurumların sermaye yeterlilik oranları düşürüldü. Yine bireysel yabancı yatırımcılar tarafından tutulan temettü hisselerine getirilen %15’lik tavan %20’ye yükseltildi. Tüm yabancı yatırımcılar tarafından tutulan hisseler için ise üst sınır % 25 olarak belirlendi.

- Bankacılık sistemini güçlendirmeye yönelik olarak devlet tarafından devlet bankalarının sermayeleri arttırıldı. 2003 yılı sonunda devlet ticaret bankalarının reforme etmek için Çin Devlet Konseyi kararı ile Çin Merkez Bankası, pilot bankalar olarak Çin İmar Bankası ve Çin Bankası’nın sermayesini arttırmak için 45 milyar \$ uluslararası döviz kullandı. Banka sermayelerinin arttırılması ile büyük ölçüde bankaların bilançolarını iyileştirdi ve geri dönmeyen krediler sorununun çözülmesini kolaylaştırdı. Dolayısıyla bankalara sermaye artırımından beklenen yararlar; bankaların piyasa koşullarına göre çalışmasını teşvik etmek, şeffaflık ve yönetişimde ilerleme sağlamaktır.

- Bankacılık sisteminde faiz oranları serbestleştirildi. Çin ekonomisinde bankacılık sisteminin, finansal aracılık faaliyetini etkin bir şekilde yerine getirebilmesi için kredi ve mevduat faiz oranlarının belirlenmesinde esnekliğe sahip olması gerekmektedir. Faiz reformunu üç açıdan ele almak mümkündür. İlki finansal sistemdeki faiz oranları üzerindeki kontrollerin azaltılmasıdır. Haziran 1996 yılından itibaren ÇMB; interbank faiz oranları, interbank tahvil faiz oranları ve iskonto oranları üzerindeki kontrolleri azalttı. İkincisi 1997 yılından sonra interbank piyasası ve interbank tahvil piyasası kurularak, finansal piyasaların gelişmesi ve derinleşmesi sağlandı. Üçüncüsü 1998 yılından itibaren kredi verme tavanları yükseltildi. Aralık 2003’te ulusal parayla kredi verme alt sınırı %90 iken, kredi üst sınırı arttırıldı ve %178 olarak belirlendi. Daha önce kredi verme üst sınırı, borçlanana göre değişmekle birlikte, en yüksek tavan % 130 (Kobi’lere uygulanan) idi. Reformdan sonra ise bir yıllık benchmark faiz oranının %5.31 olması nedeniyle kabul edilen üst aralık % 9.03 ve altı sınır % 4.75 olarak belirlendi. Mevduat faiz oranlarında ise (vadesiz mevduatlar için yüzde 0.72 ve üç aylık vadeli mevduat için ise yüzde 1.71 olarak belirlenmişti) bir değişiklik yapılmadı. Ekim 2004’de ticari bankalar ve kent kredi kooperatifleri için kredi verme üst sınırından vazgeçilirken, kırsal kredi kooperatifleri için kredi tavanı %200’den % 230’a

yükseltildi. Tüm finansal kurumlar için alt sınır ise değiştirilmedi.

Bu gün Çin Merkez Bankası iki farklı benchmark faiz oranı kullanmaktadır. Bunlardan ilki, ÇMB'nın bir yıllık kredi (borç verme) için uygulanan benchmark faiz oranıdır. Bu oran, ticari bankalara kendi değerlendirmelerine göre belli ölçülerde faiz oranlarını belirlemeleri hakkı vermektedir. İkincisi ise ÇMB kredileri (borç vermeleri) için uygulanan benchmark faiz oranıdır (reeskont faiz oranı). Bu oran ise ÇMB'ye Devlet Konseyi'nden bağımsız olarak onun onayını almadan kendi değerlendirmelerine göre belli vadeler için faiz oranlarını belirleme hakkı vermektedir. Sonuç olarak tüm bu olumlu gelişmelere karşın, bugün Çin'de henüz tam anlamıyla faiz oranı liberelizasyonun olduğunu söylemek zordur.

- Vergi reformları. Çin'de bankacılık sistemi büyük bir vergi yükü altındadır. Banka karlarının yaklaşık %50'si vergi olarak ödenmektedir. Vergi yükünün bankalar üzerindeki doğrudan etkisi, vergi sonrası karlar azaltmakta ve böylece teminat ve sermaye yeterlilik oranları için gerekli finansal fon talebini düşürmektedir. Bankalar, %33 kurumlar ve ticaret vergisine tabidir (gayri safi gelir üzerinden). 2003 yılındaki vergi reformu ile ticaret vergileri %1-%5 arasında azaltılarak, bankaların vergi yükleri düşürülmüştür.

Çin'in sermaye hareketlerinin kontrolü ve dolayısıyla sermaye hesabının serbestleşmesine yönelik olarak aldığı önlemler ise tarihsel olarak aşağıda şekilde özetlemek mümkündür. Son yıllarda dış ticaret fazlası görel olarak azalmasına karşın, sermaye hesaplarındaki fazla artış göstermektedir. Bugün Çin otoriteleri, tedricen sermaye hesabını serbestleştirmektedirler. Çin'de sermaye kontrolleri, "Devlet Döviz İdaresi (DDİ)" tarafından yapılmaktadır. DDİ, sermaye hesabı altında tüm döviz işlemlerinin denetlemesini ve gözlemlemesini yapmaktadır. DDİ, 1996 yılından beri tamamen konvertibil olan cari işlemler hesabındaki işlemleri denetlemekle de sorumludur. DDİ, bir yandan Çin Merkez Bankası ile diğer yandan ise Devlet Konseyi ile birlikte hareket etmektedir.

Çin otoriteleri sermaye hesabını serbestleştirmek (hem girimciler hem de bireyler tarafından döviz alımı üzerindeki sınırlamaları azaltmak) için aşağıdaki önlemleri almıştır:

- 2002 yılında sermaye hesabının serbestleştirilmesi için yapılan en önemli reform, "Tescil Edilmiş Yabancı Kurumsal Yatırımcılar Sistemi"nin kabul edilmesidir. Bu reformun ardından "Tescil Edilmiş Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar Sistemi" kabul edilmiştir. Bu reformlar ile seçilmiş yabancı yatırımcılara Çin'in yurtiçi hisse senedi ve tahvil piyasalarına giriş izni verilmiştir.

- Firmaların (girişimcilerin) döviz talebi üzerindeki sınırlamalar azaltılmıştır.

- Hem ihracat hem de ithalat için onay prosedürleri kolaylaştırılmıştır.

- Çokuluslu şirketlerin ticaret dışı döviz alım-satımları üzerindeki düzenlemeler değiştirilmiş ve Çin'deki işlemleri kolaylaştırılmıştır.

- Bireylerin döviz alımları ve yurtdışından alınan dövizler üzerindeki sınırlamalar azaltılmıştır.

- Denizaşırı yatırımlar üzerindeki düzenlemeler reforme edilmiş ve sermaye çıkış kanalları genişletilmiştir.

Bugün sermaye hesabı işlemleri hala kontrol altındadır: Portföy yatırımları sınırlandırılmış, doğrudan yabancı yatırımlar dışı açılmış ve kısa vadeli sermaye hareketleri yasaklanmıştır. Buna karşın Çin'in sıcak para hareketlerinden tamamen izole edildiğini söylemek zordur. Sermaye kontrolleri, sermaye hesabının her bir kategorisine uygulanmamaktadır. Genel olarak sermaye hareketlerini incelediğimizde sermaye hesaplarının %50'si çok az yada hiçbir sınırlandırmaya tabi değildir. Sermaye hesaplarının %20'si düşük düzeyde kontrol edilirken, %30'u ise yüksek bir kısıtlamaya tabidir. Bütün bunlara rağmen Çin'in tam olarak sermaye hesabını sık bir şekilde kontrol ettiği söylenemez. Bazı alanlarda kontrol bile yoktur (China Financial Stability Report 2008).

2. Çin'in Para Politikasının Evrimi

2.1. Para Politikasının Amaçları ve Ara Hedefleri

Çin para politikasının amaçlarının tarihsel süreç içindeki evrimini, iki döneme ayırmak mümkündür: 1993 öncesi ve sonrası dönem. 1993 öncesinde para politikasının amacı, paranın istikra-

rı ve ekonomik gelişme olarak tasarlanmıştır. Yani para politikalarının amacı, paranın istikrarını sürdürmek ve böylece ekonomik büyümeyi teşvik etmektir. Çin otoritelerinin nihai amaçların hangisinin daha öncelikli olduğu konusundaki keyfi uygulamaları kısa dönem ihtiyaçlarına göre hareket etmelerine neden olmuştur. Aralık 1993'de Çin Devlet Konseyi (ÇDK), para politikasının amacı olarak, paranın değerinin (istikrarının) korunması ve bu süratle ekonomik büyümenin teşvik edilmesi olarak belirlemiştir. Bu tarihten itibaren Çin Merkez Bankası (ÇMB), Renminbi'nin istikrarı üzerinde yoğunlaşmıştır (Yu ve Ming 2001). Para politikasının tek amacı olan fiyat istikrarının sağlanmasının ekonomik büyüme gibi diğer amaçların gerçekleşmesine de yardımcı olacağı düşünülmüştür. ÇMB'nin bu yaklaşımı, modern para politikaları deneyimiyle de uyumludur. Çin Merkez Bankası yasasının ikinci maddesinde, Devlet Konseyi liderliği altında para politikalarını oluşturabileceği ve uygulayabileceği öngörülmüştür (Geiger 2006:6). Bu nedenle ÇMB'nin para politikası ile ilgili kararlarının Çin Devlet Konseyi'nden bağımsız olduğunu ileri sürmek oldukça zordur.

ÇMB'nin para politikasının fiyat istikrarını (Renminbi'nin değerini) koruma amacı, büyük ölçüde döviz kurunun değerini dolara bağlayan döviz kuru (pegging) politikasıyla ilişkilidir. Bu noktada Çin'in para ve döviz kuru politikasının evrimini incelemek yararlı olacaktır. 1978 ekonomik reformların başladığı yıldan beri Renminbi'nin değerinde çoğu zaman önemli ayarlamalar yapıldı. Haziran 1981'de resmi döviz kuru (dolara karşı) 1.5 olmasına rağmen ticari işlemlerde (yurtiçi ödemelerde) bu döviz kuru 2.8 olarak belirlenecek şekilde Renminbi'nin değeri düşürülmüştür. 1984 yılının sonuna kadar resmi döviz kuru da zaman içinde değer kaybederek 2.8 düzeyine çıktı ve daha sonra yurtiçi ödemelerde döviz kuru kaldırıldı. 1986 yılının ortalarına kadar döviz kurunun 3.2 olacak şekilde yavaş fakat sürekli olarak değer kaybetmesine izin verildi. Temmuz 1996 yılında bir defada döviz kuru %15 değer kaybederek 3.7 olarak gerçekleşti. Hükümet otoriteleri ihracatçıların döviz gelirlerini tutmalarına izin vererek, bu dövizlerin piyasa değerinden satmaları için ikincil piyasaları geliştirdi. 1989 yılının sonunda tekrar döviz kurunda %21.1 düzeyinde değer kaybedecek şekilde ayarlama yapıldı. Temmuz 1994 yılında hükümet iki döviz kurunu (resmi ve ikincil piyasa kuru) 8.7 düzeyinde eşitledi. Bu eşitlik-

ten sonra Çin parası, 1995 yılının ortalarında yavaş yavaş değer kazanarak 8.28 düzeyine ulaştı (Lardy 2005: 43). 2007 yılından sonra Çin parasının değerlendirilmesiyle birlikte ise Çin dış ticaret fazlası ile yüksek rezerv artışları yaşamaya başlamıştır (Gang: 2008).

ÇMB 1997 yılından önce daha esnek sabit döviz kuru sistemi uygularken, bu yıldan sonra daha sıkı bir sabit döviz kur politikası izlemiştir. Özellikle Güney Asya finansal krizinden sonra Renminbi'nin dolara karşı dalgalanma marjının düşürüldüğü bir döviz kuru politikası izlenmiştir. Bu kriz döneminde ÇMB, 8.28 olan döviz kurunu %0.4 oranında dalgalanmasına izin verdi. 21 Temmuz 2005 yılına kadar döviz kuru 8.27 iken, dalgalanma marjı yüzde 0.01 olarak belirlendi. Çin, 2005 yılında itibaren gözetimli dalgalı kur istemine geçmiştir. Bu tarihten sonra ÇMB, döviz kuru politikasına yönelik olarak şu değişiklikleri yaptı: Renminbi dolara karşı yaklaşık %2 düzeyinde bir kez değer kazanmasına izin verildi. Ayrıca Renminbi'yi dolara bağlamak yerine belli bir para sepetine bağlandı (sepetteki paraların oranı bilinmemektedir) ve Renminbi'nin önceki günün döviz kurundan sadece %0.3 düzeyinde ABD doları karşısında dalgalanmasına izin verildi. ÇMB'nin sıkı bir sabit döviz kuru politikası izlemesi, para politikasının temel hedeflerinden biri olduğunu göstermektedir (Geiger 2006:7). Sonuç olarak 1993 yılından bu yana Çin para politikasının fiyat istikrarı (enflasyon hedefi), ekonomik büyüme ve sabit döviz kuru olmak üzere üç nihai hedefi bulunmaktadır.

Çin'de para politikasının ara hedeflerini incelediğimizde ise, planlı ekonomi döneminde kesin ve açık para politikası ara hedefleri yoktur. Onun yerine kredi planlaması ile nakit planlaması uygulanmıştır. 1990'lı yıllarda ticari bankalar üzerindeki kredi sınırlamaları kaldırılmış ve yeni bir ara hedef sistemi geliştirilmiştir. Yeni ara hedef sisteminde parasal taban operasyonel hedef değişkeni, para arzı ise ara hedef değişkeni olarak belirlenmiştir. Diğer yandan açık piyasa işlemleri parasal tabanın en temel belirleyicilerinden birisi olmuştur. Faiz oranları ise, bankacılık ve finansal sistemin yapısal sorunları nedeniyle ara hedef değişkeni olarak tercih edilmemektedir. Çin'de faiz oranının para politikasının ara değişkeni olarak kullanılmamasının birçok nedeni vardır. Bunlardan ilki faiz oranlarının, ekonomik faaliyetlerle olan

ilişkisi zayıftır. İkincisi, bankacılık sistemi devlet kontrolündedir. Devletin ticari bankalarından kredi alanların büyük çoğunluğu yine devletin işletme ve girişimleridir. Dolayısıyla Çin’de kredi verme ve borçlanma, mevcut sistemde, piyasa koşulları dışında belirlenmektedir. (Yu ve Ming 2001).

Para arzını etkileyen uygulama hedef değişkeni olarak parasal tabanı etkileyen kanallar; reformlar ve dışa açılmayla birlikte bazı değişimler göstermiştir. Başlangıçta parasal tabanı etkileyen kanal, merkez bankasının ticari bankalara açtığı kredilerdi. Yapılan değişikliklerle 1984-1993 döneminde merkez bankasının parasal tabanı etkilediği temel kanal, ticari banka kredileri olmuştur. 1994 yılından sonra ise bu kanal, Merkez Bankasının devlet bankalarına verdiği krediler yoluyla işlemeye başladı. İkinci önemli değişiklik ise döviz alımlarıdır. Çin’in 1994 yılındaki döviz kontrol sistemini reforme etmesinden sonra ÇMB, döviz kuruunu stabilize edecek bir döviz kuru politikası izlemiştir. Dolayısıyla ödemeler bilançosu fazlalarının yol açtığı döviz rezerv artışı parasal tabandaki genişlemenin temel nedeni olmuştur. Üçüncü önemli değişiklik ise açık piyasa işlemleriyle parasal tabanın temel belirleyicisi olmasıdır. Bugün açık piyasa işlemleri, merkez bankasının parasal tabanı ayarlama ve para arzını kontrol etmede esneklik sağlamaktadır.

ÇMB, 1996–2008 döneminde para politikasının ara hedef değişkeni olarak para arzını kullanmaktadır. Diğer yandan kredi miktarı ise zımnı olarak ara hedef değişkeni olarak kullanılmaktadır (Gang, 2008).

2.2. Para Politikasının Araçları

Çin Merkez Bankası tarafından uygulanan temel para politikası araçları: Zorunlu karşılık oranları, reeskont politikaları, açık piyasa işlemleri, yönlendirme penceresi ve doğrudan merkez bankası kredileridir. Bu bölümde ÇMB’nın uyguladığı para politikası araçları incelenecektir.

2.2.1. Zorunlu Karşılık Oranları

Bir para politikası aracı olarak yasal karşılık oranları, 1984 yılında uygulanmaya başlanmıştır. Zorunlu karşılık oranları 1985-1986 döneminde %10 ve 1987 %12 olarak uygulanmıştır. Başlangıçta bu

aracın bir para politikası aracı olarak kullanılması düşünülmemiştir fakat, daha sonra Çin Merkez Bankası ticari bankaların kredi pozisyonlarını kontrol etmek ve kredi dengelerini sağlamak amacıyla bir hisse senedi havuzu oluşturmuştur. Bu süreçte de zorunlu karşılık oranları para politikası aracı olarak kullanılmaya başlamıştır.

Çin Merkez bankası zorunlu karşılıklar sisteminde bir takım reform çalışmaları başlatmış ve bu reform çalışmalarına bağlı olarak bankaların zorunlu rezerv oranlarını 1988–1998 döneminde %13 iken 1998 yılında %8’e düşürülmüştür. Bu arada Çin Merkez Bankası mevduat faiz oranlarında düşürmüştür. 1999–2002 döneminde ise Çin Merkez Bankası zorunlu karşılık faiz oranlarını %8’den %6’ya düşürmüştür. 2003–2004 döneminde zorunlu karşılık oranları tekrar yükseltilmiş ve sırasıyla %7 ve %7.5 olmuştur. 2006-2008 yılları arasında ise Çin ekonomisinin hızla büyümesi ve dışarıdan hızla akan sermaye girişler, zorunlu karşılık oranlarını önemli bir politika aracı haline getirmiştir. Aşırı likidite fazlasının çekmek için 2006-2008 döneminde 19 kez sürekli olarak arttırılarak %8’den %1.5’e yükseltilmiştir. Toplamda zorunlu karşılıklar 4.53 trilyon RMD’ye ulaşmıştır. Zorunlu karşılık oranları yükseltilerek, bir yandan döviz rezervlerindeki artışın yaklaşık %33’ü sterilize edilirken diğer yandan banka mevduatlarındaki hızlı artış önlenmiştir (Wang ve Ming;2006 ve Yongzhong; 2009). Sonuç olarak zorunlu karşılıkların kullanımı, para politikasının uygulanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bu politika aracı, Merkez Bankası ve ticari bankalar arasındaki finansal ilişkiyi güçlendirmiştir.

Çin Merkez Bankasının uygulamış olduğu zorunlu karşılıklar politikasının temel iki özelliği bulunmaktadır. Birinci özelliği, minimum ve aşırı rezervler arasında faiz farklılığı bulunmaktadır. 1990’lı yıllara kadar rezervlere ödenen faizlerin çok yüksek olması, ticari bankaların aşırı rezerv tutmalarına neden olmuştur. Bu durumun doğal bir sonucu olarak Merkez Bankasının etkin bir para politikası uygulamasını engellemiştir (Wang ve Ming;2006). İkinci temel özelliği ise finansal sistemde uygulanan politikalar, aşırı rezervlere neden olmuştur. Bu süreçte yine yerel kredi birliklerinin ve kooperatiflerin finansal kurumlara göre daha büyük miktarlarda rezerv bulundurmışlardır. Bunun yanında kredi birlikleri ve kooperatifler çok düşük oranlarda borçlanma faizleriyle mer-

kez bankası tarafından desteklenmiştir ve piyasalara yüksek miktarlarda kredi vermişlerdir. Böylece Çin finansal sistemi içerisinde faiz oranı ve fiyat kanalı tam anlamıyla ekonomik işlevlerini yerine getirememiştir. (Geiger 2006 ve Goodfriend and Prasad 2006).

2.2.2 Reeskont Politikası

1980'li yıllardan itibaren Çin Merkez Bankası daha şeffaf reeskont politikaları izlemeye başlamıştır. 1995 yılında ise reeskont politikasını resmen bir para politikası aracı olarak kabul etmiş ve 1998 yılında reeskont oranlarının belirlenmesinde bir takım değişikliklere gidilmiştir. Reeskont politikası için uygulanacak faiz oranları ise merkez bankasının verdiği kredilere uyguladığı faiz oranlarına bağlanmıştır. 1998 yılının Mart ayında ise reeskont politikası tamamen bağımsız bir hale getirilmiştir. 2004 yılında iskonto oranı merkez bankası kredileri için benchmark faiz oranı olarak kabul edilmeye başlanmıştır. Bu iskonto faiz oranı, ÇMB'na Devlet Konseyi'nden bağımsız olarak onun onayını almadan kendi değerlendirmelerine göre belli vadeler için faiz oranlarını belirleme hakkı vermektedir. Başka bir ifade ile bu tarihten sonra reeskont politikası uygulanırken faiz oranları dalgalı bir bant içinde belirlenmeye başlanmıştır. Bu, Merkez Bankasının bir yandan iskonto oranını direkt kontrol etmesine olanak sağlarken, diğer yandan ticari bankaların kredi verme davranışlarını etkilemesine neden olmuştur. Aynı zamanda Çin Merkez Bankası, belirlediği bu bant aralığı ile ticari bankaların risklerine göre iskonto oranları belirleme esnekliğine de kavuşmuştur. (Wang ve Ming, 2006 ve Geiger 2006: 11-12). Böylece, Çin Merkez Bankasının belirlenen bant çerçevesinde reeskont faizlerine müdahale edebilme şansı ortaya çıkmıştır. Buna karşın, bu süreçte uygulanan reeskont politikası parasal tabanın artışı üzerinde önemli bir etkiye sahip olmaktan uzaktır. Böylece bugün uygulanan reeskont politikasının büyük ölçüde ticari senetler piyasası üzerinde etkili olması amaçlanmaktadır.

2.2.3 Açık Piyasa İşlemleri

1993 yılında Çin Merkez Bankası açık piyasa işlemlerini bir para politikası aracı olarak uygulamaya başlamış fakat izleyen yıllarda işlem hacmi düşmüştür. 1997 yılında ise ÇMB, açık piyasa işlemlerinden vazgeçmeyi tercih etmiştir. 1998 yı-

linda açık piyasa işlemleri tam olarak para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. Çin Merkez Bankası tahviller karşılığında nakit ödemeye başlamış ve para piyasaları bu süreçte hızla gelişmiştir. 2000'li yıllarda Çin Merkez Bankası parasal tabanı kullanarak repo işlemlerini uygulamaya başlamıştır (Geiger 2006)

2000 yılından sonra Çin Merkez Bankası açık piyasa işlemlerinde önemli değişiklikler yapmaya başlamış ve finansal sistemden parasal tabanı çekmek için repo işlemlerini kullanmayı tercih etmiştir. Bu süreçte döviz artışları, sabit döviz kurunu korumak amaçlayan merkez bankasının döviz piyasasına müdahale etmesini gerektirmiştir. (Green 2005). Bu müdahale, parasal tabanı arttırmıştır. 2003 yılında ise, Çin Merkez Bankası açık piyasa işlemleri içerisinde yeni bir araç (merkez bankası tahvilleri) kullanmaya başlamıştır. 2004 yılında Merkez Bankasının tahvilleri açık piyasa işlemleri içerisinde yürütülen temel operasyonlardan birisi olmuştur (Geiger 2006).

Çin Merkez Bankasının uyguladığı açık piyasa işlemleri büyük ölçüde başarılı olmuştur. Özellikle 2001 yılının ikinci yarısından itibaren Çin otoriteleri genişlemeci maliye politikası uygulamaya başlamıştır. 2002 yılında krediler ve M2 deki artışlar zirve yapmıştır ve bununla birlikte ortaya çıkan yabancı döviz bolluğu Çin Merkez Bankasının hiç beklemediği bir takım sonuçların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Özellikle talep artışı, kredi ve parasal büyümedeki artışlarda beklenmeyen sonuçlar olmuştur. Bu sürecin sonunda 2003 yılının başında Çin Merkez Bankası bu süreci engellemek amacıyla yoğun bir şekilde açık piyasa işlemlerini kullanmaya başlamıştır. Bu sürecin doğal bir sonucu olarak 2004 yılında M2 ve yurtiçi kredi miktarı hızla düşmeye başlamıştır.

2003-2007 yılları arasında açık piyasa işlemleri miktarı hızla artarak, 165 milyon Renminbi (RMB)'den 2007'de 4.3 trilyon RMB'ye çıkmıştır (Yongzhong, 2009). Fakat 2007-2009 döneminde bu durum tersine dönmüş, Merkez Bankası ihraç ettiği tahvil ve bonoların miktarını önemli ölçüde azaltmıştır. Bu, muhtemelen küresel finansal kriz ortamında faiz ödemelerinin yol açtığı artan mali yükler ve düşük getiri nedeniyle Merkez Bankası tahvil-bonolarını almaya yönelik bankaların pasif davranışlarından kaynaklanmış olabilir. Sonuçta Çin Merkez Bankası, para miktarının et-

kilemek için açık piyasa işlemlerini etkin olarak kullanmaya devam etmektedir.

Diğer yandan uygulanan açık piyasa işlemlerinin başarısını engelleyen bir çok faktör bulunmaktadır (Green 2005:10-14). Bunlardan ilki bankaların ÇMB reeskont ve para piyasası faiz oranlarına karşı duyarlı olmamalarıdır. Bunun en önemli nedeni bankalardaki yüksek düzeydeki aşırı rezervlerdir. Aşırı ve yüksek banka rezervlerinin temel nedenlerini şu şekilde sıralanabilir ; döviz kur politikası nedeniyle banka sistemindeki likidite fazlası, alternatif yatırım araçlarının yetersizliği (tahvil piyasasının sıkı olması, para ile tahvil arasındaki ikamenin düşüklüğü gibi), Çin bankalarının 2007 yılında uygulanacak %8 sermaye yeterlilik oranını karşılama girişimleri, ÇMB'nin bankaların elindeki aşırı rezervlere faiz ödemesi ve kredi vermenin yarattığı yüksek risklerdir.

Açık piyasa işlemlerinin başarısını engelleyen ikinci faktör ise bankaların para piyasasında fon maliyetlerindeki değişimleri içselleştirmesi ve bunu müşterilerine yansıtmada karşılaşılan sorunlardır. Bunun için özellikle kredi birliklerinin uzmanlaşması veri sistemlerinin yeniden oluşturulması ve kredi portföylerinin çeşitlendirilmesi gerekmektedir. 2003-2004 yıllarında Çin Merkez Bankası kredilerin fiyatlandırılmasında ve risklerin yönetilmesinde çeşitli güçlükler yaşamıştır. Bankaların hangi kredilerin riskli olduğuna dair veri tabanlarının da eksik olduğu görülmektedir. Bu nedenle birçok Çin bankasının bu sistemi anlayacak ve yönetecek danışmanlar bulması gerekmektedir.

Üçüncü engelleyici faktör, şirketler ve bireylerin sermaye fiyatındaki değişimlere duyarlı olmamasıdır. 1990'lı yıllarda Çin'de banka kredilerinin büyük bir kısmı kamu teşebbüsleri tarafından kullanılmıştır. Kamu teşebbüsleri, kredileri geri ödemek zorunda olmamaları nedeniyle faize karşı çok duyarlı değillerdi. Çünkü kredilerini geri ödemek zorunda değillerdi. Diğer yandan banka kredisine erişim güçlüğü nedeniyle müşteri kredileri oldukça düşüktü. Ayrıca hane halklarının harcama davranışları da kredi fiyatına duyarlı değildir. Çin otoriteleri kredi miktarı yoluyla ekonomiyi etkilemektedirler.

2.2.4. İkna (Yönlendirme Penceresi)

ÇMB, 1998 yılında yönlendirme penceresini ulusal ihtiyaçları ile uyumlu olarak banka ve finansal kurumlarını resmi politikaları izlemeye ikna edecek şekilde kullanmaya başlamıştır. ÇMB bu politika aracıyla finansal ve bankacılık sistemindeki piyasa katılımcılarını katı kurallardan ziyade telkin yoluyla yönlendirmeyi amaçlamaktadır (Geiger 2006: 14). ÇMB özellikle dört devlet ticari banka üzerinde büyük etkiye sahiptir. Örneğin 2003-2004 yıllarında gayrimenkul piyasasındaki hızlı büyümeyi ve olası riskleri engellemek için ÇMB, finansal kurumların temsilcilerini davet ederek sermaye yeterliliği, kredi ve likidite risklerine dikkat çekmiştir. ÇMB'nin finansal kurumlara yönelik bu ikna yöntemi sonuç vermiş ve özellikle ticari bankaların kredi miktarları makul düzeylerde kalmıştır. Yine 2004 yılının başından bu yana ÇMB aylık değerlendirme raporlarıyla finansal sistemi tehdit edebilecek riskleri ele alarak, yönlendirme penceresini daha güçlü ve etkin kullanmaktadır. Daha sonra aylık toplantılarda kredi yönlendirme ve riskler hakkındaki bilgiler, bu değerlendirmelerin bir sonucu olarak ticari bankalara sunulmaktadır. Buna ek olarak, 23 Mart 2004'te ticari bankaların risk-kontrol kapasiteleri ve sermaye yeterliliklerine göre bir kredi sınırlandırma mekanizması oluşturma amacıyla, tüm ticari bankalarla bir toplantı yapılmıştır.

Her ne kadar ÇMB başkanının ticari bankaların liderlerine göre hiyerarşik olarak daha üstün olması nedeniyle bu liderlerin ticari ikna yöntemi politikasına uymak durumunda olmalarına karşın, ikna yönteminin tam olarak neyi ifade ettiği açık değildir. Merkez bankası yönlendirme penceresinin gerektirdiği önlemleri uygulamasına ek olarak Aralık 2004'te Çin Bankacılık Düzenleme Komisyonu (ÇBDK) da 11 devlet bankasının belli sektörlerle kredi sınırlamasını önerdi. 2004 yılında bir taraftan ÇMB büyük yerel bankalara sıkı yönlendirme penceresi önlemleri uygularken, diğer yandan ÇBDK hem yönlendirme penceresi kapsamında rolünü artırmış hem de bankalar için risk yönetim önlemlerini geliştirmiştir. ÇBDK, Nisan 2004'te ÇMB'nin onayını almadan kredileri sınırlandırma önerisinde bulunmaktadır. Mayıs 2004'te yönlendirme penceresi kapsamında ÇBDK, ÇMB ve çeşitli bakanlıklar banka kredileri için birlikte hareket etmişlerdir. Bu şeffaf yaklaşım, ÇMB'nin para politikası uygulanmasında yönlendirme penceresini önemli hale getirmiştir.

2.2.5. Doğrudan ÇMB Kredileri

Doğrudan ÇMB kredileri, planlı ekonomi geleneğinin bir sonucu olarak önemli bir araç olarak hala uygulanmaktadır. Buna karşın bugün merkez bankaları kredileri çok farklı şekillerde verilmektedir. Bunlar; yerel yönetimleri, varlık yönetim şirketlerini ve kırsal kredi kooperatiflerini geri dönmeyen kredilerden kurtarmak, finansal kurumları kurtarma operasyonu olarak nihai borç veren olma mercii olarak davranmak, çok düşük faizle kırsal kredi kooperatiflerine dolaylı sübvansiyonlar vermek gibi kredi türleridir.

3. Para Politikası Uygulama Sonuçları: Hedefler ve Gerçekleşmeler

1994-2004 döneminde Çin'de parasal büyüklükler (M1 ve M2), enflasyon oranları ile ekonomi büyüme oranının hedef ve gerçekleşme değerleri aşağıdaki tablolarda verilmiştir. Bu dönemde M1 ve M2 hedef ve gerçekleşme büyüme oranları farklılaşma göstermektedir. M1 büyüme oranı 1994, 1996, 1999, 2002, 2003 yıllarında hedef değerleri aşmıştır. Diğer yıllarda ise hedefler, büyük ölçüde gerçekleşmiştir. M2 büyüme oranı ise 1994, 1995, 1996, 2002 ve 2003 yıllarında hedef değerlerini aşarken, diğer yıllarda hedef büyüme oranları, büyük ölçüde gerçeklemiştir. Bu dönemde enflasyon oranına baktığımızda ise, 1994, 1995, 2003 ve 2004 yıllarında hedef değerini aşmıştır. Diğer yıllarda ise enflasyon oranı, hedef değerinin çok altında gerçekleşmiştir. 1994-2004 dö-

neminde ekonomik büyüme oranları Asya krizinin etkili olduğu yıllar dışında hedeflenen büyüme oranını aşmıştır. 2005-2008 döneminde ise para arzı (M1 ve M2) hızla artmıştır (Tablo 1). Para arzının artmasının nedenlerinden biri de Çin otoritelerince vurgulandığı gibi hane halklarının ellerinde tuttıkları reel para balanslarını çeşitlendirerek, bir anlamda sterilizasyon yapmalarıdır (Harberger:2008).

1994-2004 döneminde parasal büyüklüklerin hedef ve gerçekleşme değerleri arasındaki farklılıkların iki temel nedeni vardır (Geiger 2006: 30-33): Sabit döviz kuru rejimi ve istikrarsız para çarpanlarıdır. Sabit döviz kuru rejimi ve Renminbi'nin değerinin olması gerekenin altında olması, sermaye girişlerine ve böylece yurtiçinde para arzının artmasına neden olmaktadır. Özellikle uzun dönemde sermaye hareketleri nedeniyle artan para miktarını, sterilizasyon işlemleri ile geri çekmek oldukça maliyetlidir. Bu yaklaşıma karşın sterilizasyonun maliyetinin çok düşük olduğunu ve sabit kur rejiminde ÇMB'nin gelir sağladığını ileri süren görüşlerde vardır (Green 2005:22-23). Bu görüşlere göre yurtiçi faiz oranlarının yurtdışı faiz oranlarından daha düşük olması ve yüksek döviz stokunun varlığı bu sonucu desteklemektedir. Yüksek döviz stoklarından elde edilen faiz gelirlerinin, sterilizasyon işlemlerinden kaynaklanan faiz maliyetlerini aşması nedeniyle ÇMB bu işlemlerden kar elde etmektedir. Dolayısıyla bu yaklaşımlara göre sabit döviz kuru sistemi para arzının kontrol edilemezliğinin temele nedeni değildir.

Tablo 1:Parasal Büyüm Oranları: Hedef ve Gerçekleşme

Yıllar	M1 Büyüme Oranı (%)		M2 Büyüme Oranı (%)	
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme
1994	21	26.2	24	34.5
1995	21-23	16.8	23-25	29.5
1996	18	18.9	25	25.3
1997	18	16.5	23	17.3
1998	17	11.9	16-18	15.3
1999	14	17.7	14-15	14.7
2000	15-17	16.0	14-15	12.3
2001	13-14	12.7	15-16	14.4
2002	13	16.8	13	16.8
2003	16	18.7	16	19.6
2004	17	13.6	17	14.6
2005	-	11.8	-	17.6
2006	-	17.5	-	15.7
2007	-	21.0	-	16.7
2008	-	9.0	-	17.8

Kaynak: <http://www.uschina.org/statistics/economy.html> ve Geiger (2006)

Parasal büyüklüklerin hedefleri ile gerçekleşmeleri arasındaki farklılığın veya para arzının kontrol edilememesinin ikinci nedeni ise para çarpanlarının istikrarsız olmasıdır. Tablo 2’de 1994–2004 dönemi için M1 ve M2 para çarpanlarının istikrarsız olduğunu göstermektedir. M1 para çarpanı 1994-1996 alt döneminde 1.14’den 1.03’e düşerken, 1997-2004 döneminde 1.11’den 1.59’a ar-

tarak sürekli olarak yükselme trendi göstermiştir. M2 para çarpanı ise dönem boyunca (1995 yılı hariç) sürekli olarak artış göstererek 2.73’ten 4.11’e yükselmiştir. 2005-2008 döneminde ise M1 ve M2 para çarpanları istikrarlı bir seyir izlemiştir. Buna karşılık M1’deki artışın istikrarlı olmadığı gözlemlenmektedir. M2’deki artış ise oldukça istikrarlıdır.

Tablo 2:Para Çarpanları

Yıllar	Parasal Taban	Parasal Büyüklükler			Para Çarpanı
	(B)	M1	M2	M1	m2
	RMB (milyar)				m=M/B
1994	1.722	1.967	4.692	1.14	2.73
1995	2.076	2.308	6.074	1.11	2.93
1996	2.689	2.756	7.610	1.03	2.83
1997	3.145	3.481	9.187	1.11	2.92
1998	3.234	3.869	10.556	1.20	3.26
1999	3.479	4.698	12.104	1.35	3.48
2000	3.791	5.454	13.596	1.44	3.59
2001	4.171	6.169	15.641	1.48	3.75
2002	4.692	7.267	18.679	1.55	3.98
2003	5.517	8.645	22.355	1.57	4.05
2004	6.235	9.931	25.654	1.59	4.11
2005	-	10.700	29.800	-	-
2006	-	12.600	34.500	-	-
2007	-	15.200	40.300	-	-
2008	-	16.600	47.500	-	-

Kaynak: <http://www.uschina.org/statistics/economy.html> ve Geiger (2006).

1994–2004 döneminde enflasyon oranı hedefleri ile gerçekleşmeleri incelediğimizde ise bu dönemde enflasyon oranı, 1994, 1995, 2003 ve 2004 yıllarında hedef değerini aşarken, diğer yıllarda ise hedef değerinin çok altında gerçekleşmiştir (Tablo 3). On yıllık dönemde dönemin başında ve sonunda enflasyon oranı hedef değerlerini aşmasına karşın, sürekli olarak azalma trendi göstermiştir. 1994 yılında %24.2 olan enflasyon oranı, 2004 yılında %3.9 olarak gerçekleşmiştir. 2005-2006 döneminde enflasyon oranı düşerken, 2007-2008 döneminde ise hızla yükselmeye başlamıştır.

1994–1996 dönemini değerlendirdiğimizde 1990’ların başındaki yüksek enflasyon oranlarını düşürmek için bu dönemde daha sıkı politika önlemleri uygulanmasına karşın 1994 yılında hedef aşılmasına bağlı olarak ardıl yıllarda daha makul hedefler konulmuştur. 1997-2002 döneminde Çin otoriteleri fiyat istikrarı sağlamak için büyük çaba sarf etmiş ve bunda da büyük ölçüde başarı kaydetmiştir. Bu dönemde özellikle Çin ekonomisi

para politikası dışında yapısal nedenlerle aşırı üretimin yol açtığı deflasyonist bir dönem yaşamıştır. Enflasyonu kontrol altına almak için faiz oranı, zorunlu karşılık oranları gibi geleneksel para politikası araçları yanında ücret kontrolleri gibi politika araçları da kullanılmıştır. 2003-2004 dönemindeki enflasyonist baskılar ise yine benzer politikalar ile Çin otoriteleri tarafından kontrol altına alınmıştır. Özellikle 2003 yılında Sars Hastalığının yol açabileceği daralmalar dikkate alınarak genişlemeci para (ve kredi) politikası izlenmiş ve bu, enflasyon hedefinin aşılmasıyla sonuçlanmıştır. 2004–2006 döneminde ekonominin hızlı büyümesine rağmen enflasyon oranı görece olarak istikrarlı kalmıştır. Yani genel olarak değerlendirdiğimizde 1994–2004 döneminde Çin otoriteleri enflasyonla başarıyla mücadele etmişlerdir. Diğer yandan küresel krizle birlikte 2007-2008 döneminde dünya da hızlı ekonomik daralmaya rağmen Çin ekonomisi büyümeye devam etmiş fakat enflasyon oranları artmaya başlamıştır (Tablo 3).

Bu noktada vurgulanması gereken temel noktalardan biri de M2 büyüme oranı ile enflasyon oranının birlikte hareket etmesidir. Özellikle 1997–2008 döneminde bu ilişkinin çok daha sıkı olduğu görülmektedir. Ayrıca, M2 parasal artış oranının hedef değerini aştığı dönemlerde enflasyonist bas-

kılar artarken, tersi durumda deflasyonist baskılar artmaktadır. Enflasyonist baskıların olduğu yıllarda izlenen sıkı para politika önlemleri, M2 artış oranını hedef değerinin altına düşürürken, deflasyon baskılarının olduğu yıllardaki esnek politika önlemleri ise hedef değerinin üzerine çıkmıştır.

Tablo 3: Enflasyon ve Ekonomik Büyüme: Hedef ve Gerçekleşmeler

Yıllar	Enflasyon Oranı (%)		GSYİH Büyüme Oranı (%)	
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme
1994	10	24.2	9	12.6
1995	15	16.9	8-9	10.5
1996	10	8.3	8	9.6
1997	6	2.8	8	8.8
1998	5	-0.8	8	7.8
1999	2	-1.4	8	7.1
2000	1	0.3	8	8.0
2001	1-2	0.5	7	7.5
2002	1-2	-0.8	7	8.0
2003	1	1.2	7	9.3
2004	3	3.9	7	9.5
2005	3	3.2	7	9.4
2006	-	1.5		11.6
2007	-	4.7		13.0
2008	-	5.8		9.0

Kaynak: <http://www.uschina.org/statistics/economy.html> ve Geiger, (2006)

Enflasyon ile ilgili olarak vurgulanması gereken diğer bir nokta ise Çin’de 1998 yılından sonra yurtiçi kredi miktarı, parasal büyüklükler ile birlikte ara hedef değişken olarak ele alınmıştır. 1998 öncesinde ise ekonomik büyüme hedeflerini gerçekleştirmek için ekonominin ihtiyaç duyduğu kredi miktarını sağlayan devlet kredi sistemi mevcuttu. Yurtiçi kredi miktarındaki artış 1998 yılında hedef değerini (%12.7) aşarak %15.5 olarak gerçekleşmiştir. 1999-2000 döneminde hedeflerin (yıllar için sırasıyla %15.7 ve %11.7) neredeyse yarısı kadar artmıştır (yıllar itibarıyla sırasıyla gerçekleşmeler %8.3 ve %6). 2001 yılında %13 artış hedefi tutturulurken, 2002-2003 döneminde hedefler (%11.6 ve %13.7) aşılmıştır (%16.9 ve %21.1). 2004 yılında ise yurtiçi kredi artış oranı hedefi %16.4 iken gerçekleşme %11.6 olmuştur.¹

Özellikle son yıllarda yurtiçi kredilerin hedef değerlerinin üzerine çıkmasında bankacılık sisteminde risklere göre kredilerin fiyatlandırılmaması, ye-

rel hükümetlerin küresel perspektiften uzak yerel bankaların kredi kararları üzerindeki baskıları, imalat sanayinde yükselen ham madde fiyatları ve artan üretim kapasitesi, devlet teşebbüslerinin kredi talebinin faiz oranına duyarsızlığı gibi faktörler etkili olmuştur. Özellikle enflasyonun çok düşük veya negatif olduğu dönemde kredi artış oranları düşük gerçekleşmiştir. Sonuç olarak özellikle 2000-2004 döneminde yurtiçi kredi miktarındaki artış ile enflasyon oranı arasında bir ilişki mevcuttur.

1999-2004 döneminde ekonomik büyüme oranlarını incelediğimizde ise Asya krizinin etkili olduğu yıllar dışında ekonomik büyüme oranlarının, hedeflenen büyüme oranlarını aştığı görülmektedir. Genel olarak baktığımızda 1994–1995 yılları enflasyonist baskılara neden olacak şekilde yüksek ekonomik büyümenin (% 12.8 ve %10) gerçekleştiği dönemdir. 1996–2002 döneminde önceki döneme göre nispi olarak daha düşük bir ortalama büyüme (%8), çok daha düşük enflasyon oranları ile birlikte sağlanmıştır. 2003–2004 yıllarında ise ortalama %9.4 yüksek bir büyüme oranı, enf-

¹ Ayrıntılı bilgi için bakınız. <http://www.pbc.gov.cn/english/jinrongwending/report2008/03.pdf>

lasyonun artması ile birlikte gerçekleşmiştir²

Çin ekonomisinin makro ekonomik performansını genel olarak değerlendirmek için beşer yıllık planlardaki gelişmeleri özetlemek oldukça yararlı olacaktır. 1979–1999 döneminde (6,7,8 ve 9. Beş Yıllık Plan Döneminde) para politikasının amaçları ve gerçekleştirmeler dikkate alındığında bu dönemde ortalama ekonomik büyüme oranı %9.6 ve enflasyon oranı ise %3'ün altında gerçekleşmiştir. Alt dönemleri incelediğimizde ise 8. Beş Yıllık Plan Dönemi'nde (1991-1995) %12 gibi rekor düzeyde yıllık ortalama ekonomik büyüme oranı yakalanırken, yıllık ortalama enflasyon oranı % 12.9 gibi büyük artış göstermiştir. Bu plan döneminde ekonomik büyümeyle birlikte artan enflasyon nedeniyle (özellikle 1994 yılında enflasyon oranının %24.1 olarak gerçekleşmesiyle), Çin Komünist Partisi Merkez Komitesi 9. Beş Yıllık Plan Dönemi (1996-2000)'inde enflasyonla mücadeleyi temel amaç olarak belirlemiştir. Yüksek enflasyonla mücadele etmek için sıkı para ve maliye politikasının önemi vurgulanmıştır. 8. Beş Yıllık Plan Dönemi'nin sonunda 9.Beş Yıllık Plan Dönemi'nin başında Çin Merkez Bankası, toplam kredi miktarını sıkı bir şekilde kontrol etmek için para politikası önlemlerini yürürlüğe koymuştur. 1994 yılında geniş kapsamlı para miktarı %34.5 oranında artarken, bu artış oranı daha sonraki yıllarda hızla düşmüş ve 1997 yılında %17.3 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde izlenen sıkı para politikası sonucunda 1997 yılında parasal artış hızının düşmesine paralel olarak enflasyon oranı %2.8'e düşerken, ekonomik büyüme oranı %8.8 olarak gerçekleşmiştir (Gen-you 2001).

9.Beş Yıllık Plan Dönemi'nin son dönemlerinde Güneydoğu Asya krizlerinin etkisiyle yurtdışı ve yurtiçi piyasalarda meydana gelen önemli değişimler sonucu toplam talebin düşmesiyle ekonomik büyüme oranı hızla düştü. Çin Komünist Partisi Merkez Komitesi ve Çin Devlet Konseyi talepte ortaya çıkan daralmayla mücadele etmek için aldığı önemli karar ile ÇMB'ye para politikası (ve araçlarını) uygulamalarında geniş yetkiler verildi. Bu çerçevede ÇMB 1998-99 yılları arasında faiz oranını ve zorunlu karşılık oranını düşürerek, açık piyasa işlemlerini arttırarak, kredi politikasını ayarlayarak ve ticari bankaların kredi alanları-

nı genişleterek, geniş kapsamlı para arzı ve kredi miktarını % 15 arttırdı. (Tüm dönem için ortalama yıllık para arzı artış hızı ise %17'dir.) Ekonomik büyüme ile uyumlu olan para ve kredi politikası, deflasyonla mücadeleye katkı yapmış ve sürdürülebilir hızlı bir ekonomik büyüme sağlanmıştır (Gen-you 2001).

10. Beş Yıllık Plan Dönemi (2001-2005)'inde ise ÇMB, ülke ekonomisi koşullarını dikkate olarak para politikasının hedefini, ekonomik büyümeyi sağlamak için paranın değerinin istikrarlı kılınması olarak belirlemiştir. ÇMB, paranın değerinin korunmasını (istikrarını) temel amaç olarak dikkate alırken, ekonomik büyümenin arttırılması için paranın değerinin korunmasını bir araç olarak dikkate almaktadır. ÇMB'nin Renminbi'nin değerinin istikrarı hem yurtiçi fiyatlar genel düzeyinin istikrarına hem de Renminbi'nin efektif döviz kuru istikrarına bağlıdır. Çin Merkez Bankası'nın fiyatlar genel düzeyinin istikrarını sağlaması, fiyatlardaki değişimlerin ekonomik karar birimlerinin bekleyişleri doğrultusunda kontrol edilmesi olarak tanımlanmaktadır. ÇMB, 10. Beş Yıllık Plan Dönemi'nde ülke ekonomisi koşullarını dikkate alarak fiyat istikrarını, fiyatlar genel düzeyindeki artış aralığını %3'ten daha az olarak tanımlamıştır. ÇMB bu dönemde para politikasını, enflasyon ve deflasyonu önleyecek şekilde tasarlamıştır. Para politikasının bir yandan artan finansal riskleri kontrol altına almak diğer yandan ekonomik büyümeyi teşvik edecek şekilde yürütülmesi amaçlanmıştır. Diğer yandan Renminbi'nin reel ve efektif döviz kuru istikrarını sağlamak için ÇMB, döviz açık piyasa işlemlerini kullanmayı amaçlamıştır (Genyou 2001). Burada vurgulanması gereken önemli bir nokta ise ÇMB, döviz piyasasının henüz gelişmemiş olması nedeniyle Renminbi'nin değerinin döviz piyasasındaki günlük arz ve talepteki değişmeye göre belirlenmesinin reel ekonomiyi olumsuz etkileyeceğini hesaba katmaktadır.

Genel olarak değerlendirdiğimizde; 1998 yılından bu yana Çin'in izlediği ihtiyatlı para politikasının başarılı olduğunu söylemek mümkündür (Genyou :2002). Makro ekonomik olarak baktığımızda Çin 1998'den bu yana görece olarak düşük enflasyon ve istikrarlı-yüksek bir ekonomik büyüme patikası izlemiştir. ÇMB'nin para politikası başarılı olmuştur. Para politikası araçlarının (faiz oranlarının düşürülmesi, zorunlu karşılık oranlarının azaltılması, kredi tavanlarının kaldırılması, reeskont

2 Ayrıntılı bilgi için bakınız <http://www.pbc.gov.cn/english/jinrongwending/report2008/03.pdf>

kredilerindeki artış ve açık piyasa işlemlerinin) esnek kullanımı, para ve kredi arzında makul artışlara neden olmuştur. Diğer yandan para politikası kredi yapısının yeniden yapılandırılmasına olanak sağlamıştır. Kredilerin büyük bir kısım alt-yapı projelerine, bireysel konut alımlarına ve tarım kesimine kaydırılmıştır. ÇMB, finansal istikrarı sağlamak ve deflasyonla mücadele etmek için verdiği krediler yoluyla finansal kurumları (ticari bankaları) desteklemiştir. Para politikasının aktarma mekanizması doğrudan kontrole kaydırmış ve açık piyasa işlemleri para politikasının temel aracı olmuştur. Ayrıca döviz kuru, açık piyasa işlemleriyle istikrarlı olarak sürdürülmüş ve devletin döviz rezervleri artmıştır.

4. Bugün Para ve Döviz Kuru Politikasının Karşılaştığı Sorunlar

4.1. Bağımsız Para Politikası ve Gözetimli Döviz Kuru Politikası

İktisat yazınında genel olarak döviz kuru politikası ile para politikasının birbirinden bağımsız olmadığı kabul edilmektedir. Uluslararası işlemler üzerinde doğrudan kontrollerin olmadığı bir ekonomide döviz kuru politikası ile para politikası aynı şeyi ifade etmektedir. Önemli derecede doğrudan kontrollerin olduğu ekonomilerde bile bu iki politika uzun vadede birbirinden büyük ölçüde farklılaşamaz (McCallum, 2004:3). Bugün bir ekonominin nasıl bir döviz kuru rejimini tercih edeceğiyle ilgili olarak geniş bir yazın bulunmaktadır. Büyük ülke-küçük ülke, para bölgeleri, dış açıklık, dış tasarruf talebi, yurtiçi makroekonomik koşulların önceliği gibi birçok faktör bir ülkenin döviz kuru rejimi tercihini etkilemektedir. Örneğin büyük bir ülke önemli ticaret ortaklarının olduğu tek para bölgesini tercih etmiyor ise dalgalı (esnek) kuru rejimini benimsemesi daha makul görülmektedir. Yine bazı gelişmekte olan ülkeler, büyük ölçüde, yurtiçi tasarruf-yatırım açığı nedeniyle sermaye akımlarını çekmek için sabit döviz kuru politikasını uygulamaktadırlar. Bu tercih, gelişmekte olan ülkelerin dış finansmanını ve kaynakların etkin dağılımını sağlamasına karşın, kriz riskini yükseltmektedir (McCallum, 2004:4).

Bu bağlamda Çin ekonomisiyle ilgili iki temel özellik/tespit ileri sürülmektedir (McCallum, 2004:5). Bunlardan ilki Çin'in büyük bir ekono-

mi olması nedeniyle tek para bölgesine katılmayı tercih etmeyeceğidir. İkincisi, gelecekte Çin'e yönelik dış yatırımların artacağı beklentisi. Bu tespitlere göre Çin'in sermaye hareketlerini ülkeye çekmek için sabit döviz kuru politikası izlemesine gerek olmadığı ileri sürülmektedir. Bu yaklaşım, Çin'in sahip olduğu bu temel özellikler ve dış ticaret fazlası, ucuz emek, rekabet gücü gibi ekonomik temeller nedeniyle geçiş döneminin kendisine özgü zorluklarına karşın, dalgalı döviz kuru rejimine geçmesinin makul olduğunu ileri sürmektedir. Çin dalgalı döviz kuru sisteminde hem enflasyon hem de konjonktürel dalgalanmaları kontrol altına alacak şekilde "ihtiyatlı" para politikası izleyebilecektir.

Çin'in katı sabit döviz kuru politikası izlemesinin yurtiçi makroekonomik amaçları sağlamaya yönelik olarak hem ÇMB'nin bağımsız para politikası uygulamasını hem de bankacılık reformlarını engelleyeceği de ileri sürülmektedir (Goodfriend and Prasad 2006:23-24). Gözetimli döviz kuru politikası nedeniyle para politikasının temel politika aracı olarak ÇMB'nin faiz oranlarının kullanamaması kredilerdeki artışların, piyasaya dayanmayan daha katı yönetsel önlemlerle kontrol edilmesine neden olacağı ileri sürülmektedir. Bu yaklaşıma göre bankacılık sektörünün, piyasa mekanizmasının yol göstericiliği yerine ÇMB'nin yönetsel yol göstericiliğine dayanması bankacılık reformunu sekteye uğratacaktır. Bu sınırlama, devlet teşebbüslerine ucuz, sübvansiyonlu kredi sağlayarak büyük maliyetlere de neden olacaktır.

Uluslararası toplum ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar Çin'in bu politikalarını genel olarak başarılı bulmakla birlikte gözetimli döviz kuru politikasını değiştirmesi yönünde özellikle 2002 yılından günümüze baskı yapmaktadır. 1998 yılındaki Asya krizinde Dünya Bankası, Çin'in izlediği istikrarlı döviz kuru politikasını hem Asya bölgesi hem de Çin için doğru politika olarak değerlendirmiştir. 1999 yılında ise uluslararası toplum, Çin parasının değer kaybetmesi gerektiğini ileri sürmüştür. Diğer yandan Aralık 2002'den sonra ise uluslararası kurum ve toplumların Çin'in döviz kuru politikası ile ilgili görüşleri değişmeye başlamış ve Çin parasının değerinin düşürülmesi telkin edilmiştir.

Gözetimli döviz kuru politikasını değiştirmesi yönündeki baskılara karşın Çin Merkez Bankası sabit (gözetimli) döviz kuru sisteminden dalgalı dö-

viz kuru sistemine geçilmesi konusunda çok ihtiyatlı davranmıştır. Özellikle Asya finansal krizinden sonra Çin parası Renminbi'nin değerlendirilmesiyle birlikte sürekli olarak ödemeler bilançosu (hem cari işlemler hem de sermaye hesabı) fazla vermiş ve uluslar arası rezervleri artmıştır (Gang, 2008). Ödemeler bilançosunun sürekli fazla vermesi, Renminbi'nin dolara veya sepet paralara karşı değerinin olması gerekenin altında olduğunu göstermektedir (Lardy 2005:42). Bu noktada Çin parasının revüle edilmesi üzerindeki baskılar, Çin Merkez Bankasının bir defaya mahsus olmak üzere Temmuz 2005 yılında Renminbi'nin %2 dolayında değer kazanacak şekilde parasını revüle etmesiyle sonuçlanmıştır (Geiger 2006: 43). Diğer yanda Çin, bütün olarak bölgede ekonomik istikrarını sürdürmek, revalüasyon baskılarını azaltmak ve ekonomik dengeyi (hem içeride hem de dışarıda) sağlamak için önemli adımlar atmıştır (PBC 2004:125). ÇMB, Renminbi'nin değerinin istikrarını savunmaya devam etmekte ve uluslararası paraların kur hareketlerini çok yakından izlemekte, ödemeler bilançosunun dengesini sağlamaya çalışmakta ve döviz rezervlerinin parasal etkilerini sterilize etmek için yoğun olarak açık piyasa işlemlerini kullanmaktadır. Ayrıca ÇMB zorunlu karşılık oranlarını da arttırmaktadır.

2003-2008 döneminde Çin'in Renminbi'nin değer kazanmasına izin vermemesinin temel nedeni, toplam talep yetersizliği ve ekonomik istikrarın sağlanmasıdır. Bu dönemde aşırı uluslar arası rezervlere sahip olmasına karşın Çin, ekonomik istikrarla çelişen bir döviz politikası izlemeyi tercih etmemiştir. Aksi takdirde Renminbi'nin değer kazanmasına izin veren döviz politikası, ihracatını engelleyecek, ithalatı artıracak ve böylece mevcut zayıf toplam talebi daha da daraltacaktır. Çin 2003-2008 döneminde böyle bir ikileme karşı karşıya kalmasına karşın döviz kuru politikasını değiştirmeyerek; krediye dayalı yatırım patlaması ile Asya krizinden bu yana en yüksek ekonomik büyüme rakamlarını yakalamıştır. 2008 yılında Çin'in cari işlemler fazlasının gayri safi yurtiçi hâsılaya oranı %6 ve büyüme oranı ise yaklaşık %10 düzeyindedir (Hu, 2008). Ayrıca 2009 yılında etkileri hala devam eden ağır küresel krizde bütün gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler negatif büyümeye geçerken, Çin ekonomisinin yaklaşık olarak %6 düzeyinde büyümesi beklenmektedir. Çin ekonomisinin yakın dönemdeki hızlı büyüme performansı ve ekonomik istikrarı dikkate alındığında

gözetimli döviz kuru politikası izlemesinin ne kadar isabetli olduğu görülmektedir.

Çin'in izlediği bağımsız para politikası ile gözetimli döviz kuru politikasının gerçekçi olduğu görüşü UNCTAD (2004a ve 2004b) gibi kuruluşlarca da desteklenmektedir. UNCTAD'nin de ileri sürdüğü gibi uluslararası finansal mimarının olmadığı ve mevcut uluslararası ticaret rejim altında Çin'in uyguladığı döviz kuru politikasının hem uluslararası sermaye akımlarını (özellikle doğrudan uzun dönem yatırımları) ülkeye çekmesi hem de sermaye piyasasında spekülasyona dayalı kısa vadeli sermaye hareketlerini engellemesi bakımından doğru bir strateji olduğu söylemek yanlış olmayacaktır.

Yukarıdaki tartışma Çin otoriteleri tarafından uygulanan bağımsız para politikası ile gözetimli döviz kuru politikasının hem yurtiçi hem de yurtdışı uluslararası toplumların taleplerini aynı anda karşılamının zor bir durum olduğunu ortaya koymaktadır. Çin bu noktada kendi politikalarında ısrar ederek hem Renminbi/Dolar kurunun istikrarını sağlamış hem de uluslararası rezervlerini arttırmıştır. Bu ise hem Renminbi'nin uluslararası statüsünü arttırmış hem de uluslararası sermaye akımlarının ülkeye akışını cazip hale getirmiştir. Bugün dünyanın dördüncü en büyük ekonomisi haline gelen ve dünya ticaretindeki payı sürekli olarak artan Çin'in parasının uluslararası rolünün gittikçe daha fazla artacağını tahmin etmek zor değildir (Yue, 2008). Renminbi, özellikle Asya bölgesinde güçlü ve talep edilen bir para konumuna gelmiştir. Diğer yandan Çin, dünyanın en yüksek doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çeken ülke konumuna gelmiştir. Ekonomide hızlı ve istikrarlı büyüme yanında enflasyon göreceli olarak düşük düzeyde tutulmuştur. Dolayısıyla bütün bu gelişmelerden sonra, Çin ekonomisine olan güveni arttı. Sonuç olarak, izlenen bağımsız para politikası ile gözetimli döviz politikası, özellikle son on yılda ekonomik kalkınmayı teşvik etti ve ekonomik-finansal istikrarın sağlanmasında etkinliğini arttırdı ((PBC, 2002-2008, Geiger 2006, Hu, 2008 ve UNCTAD 2004a ve 2004b).

4.2. Sermaye Hareketleri

Çin otoritelerinin sermaye hesabını kontrol etmesi para politikası açısından önemli etkilere sahiptir. Çin 2002 yılından sonra sermaye hesabını tedri-

cen liberalize etmektedir. Sermaye hesabı üzerindeki kontrollerin kaldırılması, sabit döviz kuru politikası ve bağımsız para politikası ile uyumsuzdur. Bindığı gibi bu durum iktisat yazınında “üçlü açmaz” olarak formüle edilmektedir. Buna göre bağımsız para politikası ile sabit (gözetimli) döviz kuru politikası izleyen bir ülke zorunlu olarak sermaye hareketlerini sınırlandırmak zorundadır. Bu bağlamda Çin, para politikası ile sabit (gözetimli) döviz kuru politikası izlemesi nedeniyle sermaye hareketlerine kısıtlama getirmektedir.

Bu kapsamda, sermaye hesabının liberalizasyonu döviz kuru liberalizasyonundan bağımsız olarak düşünülmaz. İdeal olan sermaye hesabının liberalizasyonu, döviz kuru sisteminin reformunu izlemesi veya bu mümkün değilse, onunla birlikte reform (liberalizasyon) edilmesidir. Gerçekten, Çin için döviz kuru bandının genişletilmesi ve hatta ticaret ortaklarının ağırlığına göre oluşturulan sepete göre tanımlanması, sermaye girişi ve çıkışı üzerindeki sınırlamalar varken, uygulanması gerekmektedir. Sermaye hesabı üzerindeki sınırlamalar (kısa vadeli sermaye hareketlerini sınırlandıran), geçiş döneminde gerekli istikrarı sağlayabilir. Yine sermaye girişleri üzerindeki kısıtlamalar, Renminbinin değer kazanma oranını yavaşlatılmasına da yardımcı olabilir (DBR 2003: 10). Çin’de sermaye hesabı üzerindeki kontrollerin kaldırılması, makroekonomik yönetimi zorlaştırabilir. Çin Ekonomisinin büyüklüğü düşünüldüğünde uzun dönemde, Çin, makroekonomik istikrarı güçlendirmek için faiz oranı politikası ile tutarlı bir döviz kuru politikası (Renminbi’nin değişmesine göz yumacak şekilde) izleyebilir. Kısaca ÇMB, sermaye hesabının tedricen liberalizasyonu ve daha esnek gözetimli bir döviz kuru politikası kabul edilmesi koşulu altında uzun dönemde bağımsız faiz oranı politikası izlemesi mümkündür (DBR 2003: 10). Bugünkü koşullarda Çin’in ne bağımsız para politikası ne de gözetimli döviz kurundan vazgeçmesi mümkün gözükmemektedir. Çin, bugün de kontrollü para politikası uygulamaya devam etmektedir. (Gang:2008).

Tam sermaye hesabının liberealizasyonu ile ilgili olarak olumlu ve olumsuz olmak üzere farklı görüşler vardır. Sermaye hesabının liberalizasyonuna karşı çıkan görüşlere göre Çin’de uygulanan sermaye kontrolleri Çin’in ekonomik gelişme sürecinde oldukça önemli bir işleve sahiptir. Bunun birçok nedeni vardır: Bunlardan ilki, Asya krizinin

de çok önemli bir işlev üstlenmiştir. Bir ülkenin dış varlıklar ve yükümlükleri etkin bir finansal sistem, iyi yönetim ve iyi bir makro ekonomik temellerle bağlantılıdır. Fakat bu faktörler, finansal krizlerden kaçınmak için gerekli ama yeterli değildir. Dolayısıyla sermaye kontrollerine önemli roller düşmektedir.

İkinci olarak bir ülkenin kalkınma sürecini etkileyen temel faktör yüksek tasarruf oranları olması ve Çin’de yüksek tasarruf yapmayı cazip hale getirilmesi büyük ölçüde insanların bankacılık sektörü ve finansal sektöre olan güvenle ilişkilidir. Bu güven geri dönmeyen krediler, gelecekte kurtarma operasyonlarının yüklü maliyetleri, artan çevresel tehlikeler nedeniyle sektöre uğrama ihtimaliyle karşı karşıya kalmaktadır. Böyle bir durumda sermaye kontrolleri tercih edilmektedir. Finansal sektörde bir reform yapmadan sermaye hesabının liberalleştirilmesi riskli gözükmemektedir. Birçok Çinli ve yabancı iktisatçıya göre sermaye hesabının kontrolüne olan ihtiyaç dikkate alındığında, finansal sistem tam teşekkülü olarak sağlamlaşmadan sermaye hareketlerini liberalize etmek riskli olabilir. Dolayısıyla makroekonomik istikrar açısından hızlı bir liberalizasyon süreci sermaye akımlarının hızla geri dönüşü ile ekonomideki istikrarsızlığı arttırabilir. Bu nedenle, sermaye hareketlerinin liberalizasyonuna tedricen yaklaşmak daha uygun olacaktır.

Çin’de sermaye hesabının liberalizasyonunu engelleyen üçüncü faktör ise Asya krizinden bu yana izlenen sabit döviz kuru rejimidir. Daha önce ifade ettiğimiz gibi “üçlü açmaz” kuralına göre sabit döviz kuru rejiminde merkez bankasının bağımsız olarak hareket etmesi, sermaye hareketlerinin serbestliğiyle uyumlu değildir. Bugün faiz farkları ve Renminbi’nin değerleneceği yönündeki beklentiler sabit döviz kuru politikasının uygunluğunun sorgulanmasına neden olmaktadır. ÇMB, sıcağı paranın neden olduğu uluslararası rezervler nedeniyle döviz piyasasına müdahale etmek zorunda kalmaktadır. Diğer yandan bu sermaye hareketlerini tam olarak sterilize etmez ise ekonomide likidite artacaktır. Bu nedenle Çin, sermaye hareketlerini sınırlayarak, izlediği sabit döviz kuru politikası ile bağımsız bir merkez bankası politikası izlemektedir.

Çin’de uygulanan sermaye kontrollerinin kaldırılması görüşünü savunanlara göre sağlam makroe-

ekonomik politikalar ile birleşen yavaş ve uygun bir liberalizasyon süreci, Çin'de daha derin ve daha büyük finansal piyasalara yardım eder ve bu, orta vadede makroekonomik ve finansal istikrarı destekler. Bu bağlamda, Çin'de finansal piyasaları, sermaye hesabının liberalizasyonundan beklenen yararlar şunlardır: Çin'de borsa ve tahvil piyasalarının hızla gelişmesi (özellikle uluslar arası düzeyde uzun vadeli finansal araçların ihracı) ve varlık fiyat sisteminin piyasa şartlarında çalışmasıdır. Tahvil piyasalarının fiyat sinyalleme fonksiyonlarını yerine getirebilmesi için daha liberal bir faiz oranı ve döviz kuru politikası ve nihai olarak orta vadede açık sermaye hesabıyla desteklenmiş bir fiyat araştırma mekanizmasını gerektirmektedir. Aktif bir tahvil piyasasının gelişmesi, gelecekte bankacılık ve borsa finansmanına alternatif kaynakların yeniden dağılımını sağlıyor. Çin bankacılık sisteminin zayıf olması,, aktif tahvil piyasasının gelişmesi, bankacılık sistemini güçlendirmek için çabaları desteklemek kadar Çin ekonomisinin artan finansman ihtiyacını karşılanmasına yardım edebilir (DBR 2003: 10). İlave olarak aktif tahvil piyasası, Çin'in yurtiçi yüksek tasarrufları ile birlikte yabancı tasarruflardan yararlanacaktır. Sermaye hesabının liberalizasyonu bu süreci arttıracak ve güçlendirecektir. Çin'de bugün uluslar arası sermaye piyasalarına giriş özellikle doğrudan yabancı sermayenin varlığı yatırım, ihracat kapasitesi, teknoloji ve ekonomik büyümesi üzerindeki etkisi çok açıktır. Diğer yandan sermaye hesabının liberalizasyonunun bir diğer önemli etkisi piyasa disiplinin sağlanmasıdır. Ayrıca sermaye hesabında kontrollerin devam etmesi yukarıda belirtilen yararları ortadan kaldıracaktır. Sermaye hesabının kontrol edilmesi, dış ticarete zarar verecektir. Çin'in DTÖ'ye girişi, nihai olarak sermaye hesabının liberalizasyonuna yönelik adımların atılması olarak değerlendirilebilir. Bu argümanlardan hareketle Çin, ticaret ve finansal sektörlerindeki gelişmeler doğrultusunda reformlara daha tedrici yaklaşması gerekecektir.

SONUÇ

Çin, iktisat yazınındaki makro ekonomik politikalara yön veren "üçlü açmaz" kuralı çerçevesinde gerek küresel kriz öncesinde gerekse kriz sonrasında tercihini bağımsız para politikası, gözetimli kur politikası ve sermaye hareketlerinin sınırlandırılması yönünde yapmıştır. Çin kendi çıkarları doğrultusunda sermaye hareketlerine, diğer iki

politikayla çelişmeyecek şekilde izin vermektedir. Çin ekonomisi izlediği bu politika tercihi ile iktisadi performansını hem küresel kriz öncesi hem de küresel kriz sonrasında diğer ülkelerle karşılaştırdığında çok büyük ölçüde arttırmıştır.

Ayrıca Çin, küresel kriz sonrasında hızlı bir şekilde hareket ederek yaklaşık 600 milyar dolar düzeyinde bir destek paketi (özellikle liman, otoyol, enerji santralleri gibi altyapı projelerine yoğunlaşan) ve açtığı yaklaşık 237 milyar dolar yeni krediyle ekonomiyi canlandırmayı sürdürmeye çalışmaktadır. Küresel finans krizinin neredeyse tüm dünyada kredileri tıkadığı dikkate alınırsa Çin, ekonomiye yeni kredi kanalları açarak yüksek büyümeden taviz vermemektedir. Çin bir yandan kamu politikaları yoluyla ekonomiyi canlandırırken diğer yandan da bunun enflasyon üzerindeki etkilerini kontrol etmek için de sıkı para politikası uygulamaktadır.

Bugün küresel krizin büyüklüğü ve hala devam etmesinden kaynaklanan belirsizlikler ve riskler, dünya ölçeğinde ciddi ekonomik, sosyal ve politik sorunlara yol açmaktadır. Özellikle başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkeler çok büyük bütçe ve dış ticaret açıkları verecektir. Bu ise, Çin ekonomisini de kapsayacak şekilde yeni bir uluslararası ekonomik ve finansal mimariye neden olacaktır. Muhtemelen ulusal ve uluslararası düzeyde finansal sermayeye yönelik daha sıkı denetleme ve düzenleme getirilecektir. Bütün bunlar, bugünden geleceği görmenin zorluğunu göstermekle birlikte artık hiçbir şeyin eskisi gibi olmayacağını da göstermektedir. Bu koşullar altında Çin'i, küresel krizin yol açacağı yeni ekonomik düzen onun dünya ekonomisiyle eklenmesini ve Dünya Ticaret Örgütü'ne olan taahhütleri de dikkate alındığında izlediği politikalar açısından gelecekte zor günler beklemektedir. Önümüzdeki günlerde ABD dolarının diğer paralar karşısında değer kaybetmeye devam etmesi ve Çin'le olan dış ticaret açıkları düşünüldüğünde Renminbinin revalüasyonu üzerinde baskıları arttıracaktır.

Yüksek ekonomik performans gösteren Çin gibi Güney Asya ülkelerinin merkantilist-tarzı iktisat politikalarını sürdürmesi zor görünmektedir. Bugünkü küresel kriz koşullarında özellikle yüksek tasarruf oranı ve yüksek döviz rezervlerine sahip Çin ekonomisi yeni küresel koşulları dikkate alacak şekilde bir politika tercihiyle karşı karşıyadır.

Oysa Çin yaşanan küresel krizin etkilerini dikkate alarak Rodrik (2009)'ın ifade ettiği gibi Çin ekonomi stratejisini büyük ölçüde değiştirmek zorunda kalacaktır. Küresel krizin ardından Çin'in izlediği politikalar dikkate alındığında bu duruma pek de hazır olmadığı görülmektedir. Diğer yandan Çin'de finansal ve bankacılık sisteminin henüz derinleşmediği ve planlı ekonomiden piyasa ekonomisine geçiş sürecinin henüz tamamlanmadığı düşünüldüğünde döviz ve sermaye politikalarındaki tedrici olmayan ani politika değişiklikleri reel ekonomiyi olumsuz etkileyebilecektir. Çin, döviz kuru politikası ile sermaye kontrol sistemini günün şartlarına göre yurtiçi finansal piyasaların gelişmesiyle çelişmeyecek şekilde reform etmelidir. Benzer şekilde, yurtiçi faiz oranları üzerindeki kısıtlamaları kaldırılması, döviz kuru bandını genişletmesi, kredi piyasalarını piyasa koşullarına dayandırması, yurtdışı borçlanma üzerindeki kısıtlamalar kaldırılması gibi ana-akım iktisadi önlemleri ise gelişen piyasa koşullarına göre dikkate almalıdır.

Kaynakça

- BARNETT. S (2004), "Banking Sector Developments", *China's Growth and. Integration into the World Economy: Prospects and Challenges*, (ed.) E.Prasad.
- IMF Occasional Papers no: 232. www.bis.org/publ/bppdf/bis-pap31c.pdf
- BOUVATIER. V. (2006), "How Money Inflows in China: How the Peoples Bank of China Took up the Challenge", www.malix.univ-Paris1.fr
- China Financial Stability Report, (2009), erişim: <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=7000&ID=4>, erişim tarihi 07/07 2009.
- DEUTSCHE BANK RESEARCH(2003) "Challenges in Monetary Policy". www.db.com.
- GANG YI (2008), "Renminbi Exchange Rates and Relevant Institutional Factors", *Cato Journal* Vol:28 No:2 2008
- GEIGER. M (2006) "Monetary Policy in China(1994-2004): Targets, Instruments and Their Effectiveness", *Würzburg Economic Papers*, No: 68,
- GENYOU. D (2001), "China's Monetary Policy: Retrospect and Prospect" <http://www.iwep.org.cn/>.
- GENYOU. D (2002), "China's Monetary Policy: Too Tight?", *People's Bank of China Special Reports*.
- GOODFRIEND. M ve E. PRASAD (2006), "A Framework for Independent Monetary Policy in China", *IMF Working Paper*, May.
- GREEN. S (2006), "Making Monetary Policy Work in China: A Report from the Money Market Front Line", *Stanford Center For International Development*,
- HARBERGER C. (2008), "Lessons from Monetary and Real Exchange Rate Economics", *Cato Journal* Vol:28 No:2 2008
- HU .F (2008) , "The Role of the Renminbi in the World Economy ", *Cato Journal*, Vol. 28, No. 2 (Spring/Summer 2008)
- <http://www.pbc.gov.cn/english/jinrongwending/report2008/03.pdf> Erişim tarihi: 28.02.2010.
- <http://www.uschina.org/statistics/economy.html>, erişim tarihi: 01.03.2010
- İLKORUR, Korkmaz (2009), "Kriz Sonrası... Finansal entegrasyon?", *Radikal Gazetesi*, 30.06.2009.Erişim:<http://www.radikal.com.tr/Default.aspx?aType=RadikalYazarYazisi&ArticleID=942863&Yazar=KORKMAZ%20İLKORUR&Date=30.06.2009&CategoryID=101>
- LARDY, N. (2005), "Exchange Rate and Monetary Policy in China", *Cato Journal*, vol. 25, no:1.
- MCCALLUM. B (2004), "China's Exchange Rate and Monetary Policy", *Shadow Open Market Committee*.
- PCB (2002-2008), "China Monetary Policy Report 2002", *People's Bank of China* (www.pbc.gov.cn/english/xinweng/).
- PBC (2004), "Challenges to China's Monetary Policy ", *BIS Papers* No: 23.
- Rodrik, Dani (2009), "Merkantilizm Tekrar Düşünüyor", *Radikal Gazetesi*, 20/07/2009.
- UNCTAD (2004a), "World Investment Report 2004", *United Nations Conference on Trade and Development*, New York and Geneva.
- UNCTAD (2004b), *Trade and Development Report 2004*, *United Nations Conference on Trade and Development*, New York and Geneva.
- WANG Y VE MING. M (2001), "Reforming the Transmission Mechanism of Monetary Policy in China", <http://www.iwep.org.cn/>.
- Yonhzhong, Wang (2009), "An Estimation of the Effectiveness of China's Capital Controls and Sterilizations", *International Trade and Investment Series, Working Paper No. 09008*.
- Yue, Eddie ve Dong He (2008), "The Future of the Renminbi and Its Impact on the Hong Kong Dolar", *Cato Journal*, Vo.: 2 , Spring.