

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
GENEL İKTİSAT PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TÜKETİM HARCAMALARI
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Mustafa Ozan YILDIRIM

Danışman

Prof. Dr. Yaşar UYSAL

İZMİR-2012

YÜKSEK LİSANS
TEZ/ PROJE ONAY SAYFASI

2008800084

Üniversite : Dokuz Eylül Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Adı ve Soyadı : Mustafa Ozan YILDIRIM
Tez Başlığı : Finansal Serbestleşmenin Tüketim Harcamaları Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği
Savunma Tarihi : 23.07.2012
Danışmanı : Prof.Dr.Yaşar UYSAL

JÜRİ ÜYELERİ

Ünvanı, Adı, Soyadı

Üniversitesi

İmza

Prof.Dr.Yaşar UYSAL

DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ

Doç.Dr.İsmail MAZGIT

DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ

Doç.Dr.Yusuf KILDIŞ

DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ

Oybirliği

Oy Çokluğu ()

Mustafa Ozan YILDIRIM tarafından hazırlanmış ve sunulmuş "Finansal Serbestleşmenin Tüketim Harcamaları Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği" başlıklı Tezi () / Projesi () kabul edilmiştir.

Prof.Dr. Utku UTKULU
Enstitü Müdürü

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Finansal Serbestleşmenin Tüketim Harcamaları Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği” adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

.../.../.....

Mustafa Ozan YILDIRIM

İmza

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

Finansal Serbestleşmenin Tüketim Harcamaları Üzerindeki Etkisi:

Türkiye Örneği

Mustafa Ozan YILDIRIM

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

İktisat Programı

Finansal serbestleşme, özellikle 1980’li yılların ikinci yarısından itibaren başta gelişmiş ülkeler olmak üzere birçok ülkenin gündemine girmiştir. İktisadi temeli McKinnon-Shaw hipotezine dayanan finansal serbestleşme, sermaye hareketlerinin uluslar arası boyutta serbestleşmesi olarak tanımlanmaktadır. McKinnon-Shaw hipotezine göre; finansal serbestleşme politikalarının uygulanması sonucunda tasarruf ve yatırım miktarları artacak bunun yanı sıra iktisadi etkinlik ve büyüme gerçekleşmiş olacaktır.

Gelişmiş ülkelerden oldukça farklı koşullara ve amaçlara sahip gelişmekte olan ülkelerin bir taraftan yetersiz yurtiçi tasarrufları diğer taraftan ekonomik kalkınmayı hızlandırma istekleri dış kaynak kullanma talebini artırmıştır. Bu amaç çerçevesinde de birçok ülkede uluslararası sermaye hareketlerine izin verilmesi yani finansal serbestleşme gündeme gelmiştir. Böylece hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde yaygınlaşan serbestleşme uygulamaları finansın küreselleşmesi sonucunu doğurmuştur.

Türkiye’de de benzer bir durum söz konusu olmuş, önce 1980 yılından itibaren ekonominin birçok alanında iç serbestleşmeye yönelik adımlar atılmış, ardından da 1989 yılında 32 sayılı kararla sermaye hareketlerinin önündeki engeller kaldırılmıştır. Bu tarihten sonra yurtiçi tasarruf açığını yabancı sermaye ile karşılama beklentisi ve alışkanlığı belirginleşmiş, Türkiye ekonomisinde sermaye giriş ve çıkışları sonucunda büyük krizler ve istikrarsızlıklar yaşanmıştır.

Bu çalışmada amaçlanan, 1989 yılından sonra finansal serbestleşme ile yabancı sermayenin önündeki tüm engellerin kaldırıldığı Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşmenin tüketim harcamaları üzerindeki etkilerinin analiz edilmesi olmuştur. Bu analizlere bağlı olarak finansal serbestleşmenin özellikle 2000’li yıllardan itibaren ulusal tasarruf oranlarını düşürücü etki yaptığı, buna karşın tüketim harcamalarını, potansiyel kriz riskini biriktirek de olsa, birkaç kanaldan etkileyerek artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Serbestleşme, Uluslararası Sermaye Hareketleri, Türkiye Ekonomisi, Tüketim Harcamaları, VAR Modeli.

ABSTRACT

Master's Thesis

The Effects of Financial Liberalisation on the Consumption Expenditure:

The Case of Turkey

Mustafa Ozan YILDIRIM

Dokuz Eylül University

Graduate School of Social Sciences

Department of Economics

Program of Economics

Financial liberalization impacts on all economies, firstly developed economies, as from late 1980s. Financial liberalization that is based on the hypothesis of McKinnon-Shaw is described as liberalization of capital flows. With regard to the hypothesis, financial liberalization policies cause that savings and investments increase and that efficiency and growth realize. International capital flows that become foreign savings for a developing economy accelerate the process of financial liberalization because of the fact that domestic savings are inadequate for developing.

In Turkish economy, the obstacles against capital flows has been removed by way of a regulation in 1989, because of both the great transformation in its economic structure as from 24th January 1980 and macroeconomic instabilities. After this date some economic crises and instabilities are experienced in respect of international capital flows into

Turkish economy that expects to meet domestic saving inadequateness with foreign capital.

In this study, We aim to analyze the effect of financial liberalization on consumer expenditure that in Turkish economy which the obstacles against foreign capital flows has been removed within financial liberalization in 1989. According to the results of analyses financial liberalization has decreased the national saving especially after 2000 whereas it has increased consumer expenditure with several mechanism on Turkish economy.

Key words: Financial Liberalization, International Capital Movements, Turkish Economy, Consumption Expenditures, VAR model.

**FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TÜKETİM HARCAMALARI
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	ii
YEMİN METNİ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	viii
KISALTMALAR	xii
TABLolar LİSTESİ	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SERBESTLEŞME

1.1. FİNANSAL SERBESTLEŞME KAVRAMI	4
1.2. FİNANSAL SERBESTLEŞME AŞAMALARI	6
1.2.1. İç Finansal Serbestleşme	6
1.2.2. Dış Finansal Serbestleşme	7
1.3. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TARİHSEL GELİŞİMİ	8
1.4. FİNANSAL SERBESTLEŞME POLİTİKALARININ TEORİK TEMELİ	11
1.4.1. McKinnon–Shaw (Neo-Klasik) Yaklaşımı	12

1.4.2. Yapısalcı Yaklaşım	15
1.4.3. Neo-Keynesyen Yaklaşım	17
1.4.4. Post-Keynesyen Yaklaşım	18
1.4.5. Spekülatif Gelişme Modeli Yaklaşımı	19
1.5. FİNANSAL SERBESTLEŞME UYGULAMALARI	20
1.6. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN SONUÇLARI	23

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ

2.1. 1980 ÖNCESİ PLANLI DÖNEMDE İKTİSAT POLİTİKALARI	25
2.2. 1980 SONRASI DÖNEMDE SERBESTLEŞME ÇABALARI	29
2.2.1. 1980-1989 Dönemi	34
2.2.2. 1989-1999 Dönemi	39
2.2.2.1. 1994 Krizi	43
2.2.2.2. 1999 İstikrar Programı	52
2.2.3. 2000-2011 Dönemi	56
2.2.3.1. Kasım 2000 Krizi	56
2.2.3.2. Şubat 2001 Krizi	59
2.2.3.3. 2001 ve Sonrası Dönem	62
2.2.3.4. 2008 Küresel Krizin Yansımaları	67

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ

3.1.SERMAYE GİRİŞLERİ VE TÜRLERİNE GÖRE DAĞILIMI	72
3.2. SERMAYE GİRİŞLERİ VE DÖVİZ KURLARI	76
3.3.SERMAYE GİRİŞLERİ, DIŞ TİCARET VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ	79
3.4. SERMAYE GİRİŞLERİ VE FAİZ ORANLARI	82
3.5. SERMAYE GİRİŞLERİ, BÜTÇE VE KAMU KESİMİ DENGESİ	86
3.6. SERMAYE GİRİŞLERİ VE EKONOMİK BÜYÜME	90
3.7. SERMAYE GİRİŞLERİ VE TASARRUF-YATIRIM DENGESİ	94

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TÜKETİM HARCAMALARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

4.1. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TÜKETİM HARCAMALARINI ETKİLEME MEKANİZMASI	100
4.2. TÜKETİM HARCAMASI ve BAĞLANTILI GÖSTERGELERİN İNCELENMESİ	103
4.3. EKONOMETRİK ANALİZ	109
4.3.1. Ekonomi Yazın Taraması	110
4.3.2. Veri Seti ve Kullanılan Uygulamalı Yöntem	113
4.3.3. Verilerin Durağanlığının Araştırılması	114
4.3.4. VAR Modelinde Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	116
4.3.5. VAR Modeli Tahmin Sonuçları	117

4.3.6. Etki-Tepki Fonksiyonları	119
4.3.7. Varyans Ayrıştırması	122
4.3.8. Granger Nedensellik Analizi Testi	124
SONUÇ	127
KAYNAKÇA	132

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
FED	Federal Reserve System
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IBRD	The International Bank for Reconstruction and Development (Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası)
IMF	International Monetary Funds (Uluslararası Para Fonu)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF	Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Temel Makro Ekonomik Göstergeler (1975-1980)	27
Tablo 2: 1980-1984 Dönemi Makro Ekonomik Göstergeler	32
Tablo 3: 1985-1989 Dönemi Makro Ekonomik Göstergeler	37
Tablo 4: 1990-1995 Dönemi Makro Ekonomik Göstergeler	40
Tablo 5: Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri (1989-1998)	41
Tablo 6: 1995-2000 Dönemi Makro Ekonomik Göstergeler	51
Tablo 7: Arbitraj Getirisi, Gayrisafi Dış Krediler ve Sıcak Para Girişi (1988-2000)	55
Tablo 8: 2002-2007 Dönemi Makroekonomik Göstergeler	64
Tablo 9: Türkiye Ekonomisinde 2001-2011 Dönemi Dış Ticaret Göstergeleri	66
Tablo 10: Harcama Yönünden GSYİH (2008-2011)	69
Tablo 11: Sermaye Hareketleri Dengesi (1990-2001)	73
Tablo 12: Sermaye Hareketleri Dengesi (2002-2011)	74
Tablo 13: 1980-2011 Döneminde Döviz Kurları	77

Tablo 14: Sermaye Girişleri ve Cari İşlemler Dengesi	80
Tablo 15: Enflasyon Oranı ve Reel Faizler (1984-2011)	84
Tablo 16: Bütçe Dengesinin Gelişimi (1980-2011)	87
Tablo 17: Türkiye Ekonomisinde Dış Borç Stoku (1980-2011)	89
Tablo 18: Türkiye Ekonomisinde Cari Denge-GSYİH (1980-2011)	92
Tablo 19: Tasarrufların GSYİH' ye Oranı (1980-2011)	96
Tablo 20: Yatırımların GSYİH' ye Oranı (1980-2011)	97
Tablo 21: Tüketim Harcamalarının GSYİH' ye Oranı (1980-2011)	103
Tablo 22: İthalatın Bileşimi (1980-2011)	105
Tablo 23: Yurtiçi Kredi Hacmi ve Sermaye Girişi (1988-2011)	107
Tablo 24: Tüketici Kredileri ve Sermaye Girişi (1993-2011)	108
Tablo 25: Özel Kesim Dış Borç Stoku ve Sermaye Girişi (1990-2011)	109
Tablo 26: Değişkenlerin Düzey Değerlerine I(0) İlişkin ADF Test Sonuçları	115
Tablo 27: Değişkenlerin Düzey Değerlerine I(1) İlişkin ADF Test Sonuçları	115
Tablo 28: VAR Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	116
Tablo 29: Karakteristik Kökler	117
Tablo 30: LM Otokorelasyon Testi Sonuçları	118
Tablo 31: WHITE Değişen Varyans Testi Sonuçları	119
Tablo 32: Varyans Ayrıştırması Sonuçları	123
Tablo 33: Granger Nedensellik Testi Sonuçları	125

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Türkiye Ekonomisinde Cari Açık/GSYİH ve Büyüme Oranı	93
Şekil 2: Türkiye Ekonomisinde Kamu Tasarrufu ve Özel Tasarrufun GSYİH' ye Oranı	95
Şekil 3: Türkiye Ekonomisinde Tasarruf ve Yatırımların Milli Gelire Oranı	98
Şekil 4: Finansal Serbestleşmenin Tüketim Harcamalarını Etkileme Kanalı	102
Şekil 5: İthalatın Bileşimi	106
Şekil 6: Etki Tepki Analizi Sonuçları	120

GİRİŞ

İkinci Dünya Savaşı sonrasında yaklaşık 30 yıl kapitalist sistemin altın çağını yaşayan ulusal ekonomiler, 1970'li yılların sonlarına doğru şiddetli ekonomik ve siyasi krizler yaşamıştır. 1945 yılındaki ülke ekonomilerinin yeniden yapılanmasına yönelik tasarlanan Bretton Woods ve IMF gibi özellikle gelişmekte olan ülkeler üzerinde daha çok etkisi olan ve bu ekonomileri planlayan ve yöneten kuruluşlar, 1970'lerin ortalarına doğru bu ülkelerdeki ekonomik ve siyasi krizleri önlemede başarısız olmuşlardır. Bu başarısızlığın ardından 1970'li yılların sonlarına doğru öncelikle gelişmiş ülkelerde başlayan ve sonra gelişmekte olan ülkelere de yayılan yeni iktisadi teoriler ve politika önerileri ortaya atılmış ve uygulanmaya başlanmıştır. 1973 yılında McKinnon ve Shaw tarafından teorik temeli oluşturulan finansal serbestleşme, 1980'li yılların ortalarından itibaren birçok gelişmekte olan ülkede yapısal uyum ve makroekonomik istikrar politikalarının önemli bir parçası olarak, iktisadi büyümeyi ve ekonomik gelişmeyi sağlayarak krizlerden çıkaracak temel anahtar olarak görülmüştür.

Teorik dayanakları Klasik ve Neo-klasik iktisat ekollerine kadar uzanan finansal serbestleşme, piyasa mekanizmasının uygulama alanının genişletilmesi ve devlet müdahalelerinin azaltılmasının ardından küreselleşme süreciyle birlikte daha çok kabul görmüştür. Oysa, 1929 büyük buhranından çıkış yolu olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uzun yıllar boyunca iktisadi büyüme ve kalkınmanın gerçekleştirilmesinde büyük pay; devletçi ve müdahaleci iktisat politikalarının olmuştur. Ancak, kapitalist sisteminin 1970'lerde yaşadığı iktisadi ve siyasi krizlerden, finansal küreselleşme olarak nitelenen politikalarla çıkış yolu araması yeniden piyasa kavramını ve buna bağlı olarak serbestleşme uygulamalarını gündeme getirmiştir.

Pazar paylarının ve buna bağlı kar oranlarının azalmasıyla büyük bir krize giren sermayesi bol ülkeler, sermayenin yeniden yüksek getiriye ve kara ulaşması amacıyla bu kez finansal serbestleşmeyi bir araç olarak kullanmışlardır. Dolayısıyla finansal sermayenin karını maksimize edeceği ülkeye ve sektöre girmesine engel olan kısıtlamalar, finansal serbestleştirme politikaları aracılığıyla ortadan kaldırılmış ve küreselleşen ekonomiler serbestçe yatırımlarını gerçekleştirmişlerdir.

Finansal serbestleşme uygulamaları öncesinde, sırasıyla dış ticaret rejimlerinin ve yurt içi finans piyasalarının serbestleştirildiği görülmektedir. Uygulanacak en son politika olarak da sermaye hareketleri üzerindeki engellerin kaldırılması ve böylece serbestleşme sürecinin tamamlanacağı öngörülmektedir.

Türkiye ekonomisi de dünyada yaşanan bu gelişmelere seyirci kalamamış ve 24 Ocak 1980 yılında aldığı kararlarla başlattığı ekonomideki yapısal dönüşümden sonra 1989 yılındaki 32 Sayılı Karar'la finansal serbestleşme aşaması tamamlanmıştır. 1989 yılından sonra sermaye hareketlerinin serbestleşmesi Türkiye ekonomisinde zamanla makroekonomik gelişmeleri etkilemiş ve ekonominin istikrarsız ve krizler yaşayan bir konuma gelmesinde pay sahibi olmuştur.

Teorik arka planında yurtiçi tasarrufları artırıp yatırımlar kanalıyla iktisadi büyümeyi gerçekleştirmesi beklenen finansal serbestleşmenin, özellikle 2000'li yılların başından itibaren hem dünyada hem de Türkiye'de artan spekülâtif ve kısa vadeli sermayeye bağlı olarak bu önermeden uzaklaştığı iktisat literatüründe tartışılmıştır. 2002 yılından sonra yüksek büyüme hızları gerçekleştiren, ancak yüksek dış ticaret dengesizlikleri ve cari açık veren Türkiye ekonomisi, yabancı sermaye girişlerinin etkisi altında istikrarsızlık kaynaklarının derinleştiği bir yapıyla karşı karşıya kalmıştır.

Bu tartışmaların ışığında finansal serbestleşme bağlamında ülkeye giren yabancı sermayenin tüketim harcamaları üzerindeki etkisinin incelenmesinin, hem büyümenin niteliği hem de yurtiçi tasarruf kanalı üzerinden oluşan cari açıklar açısından büyük önem taşıdığı düşünülmektedir. Konunun bu önemine paralel olarak hazırladığımız bu çalışmanın amacı; 1990-2011 yılları arasında yabancı sermaye girişlerinin tüketim harcamalarını nasıl etkilediği ve bu etkilerin hangi kanallar aracılığıyla gerçekleştiğinin ortaya konulması olmuştur.

Bu çerçevede çalışmanın ilk bölümünde, sırasıyla finansal serbestleşme kavramı ve serbestleşme aşamaları, finansal serbestleşme ile ilgili iktisat kuramlarının analizi, uygulanan serbestleşme programlarının tarihsel gelişimi ve sonuçları tartışılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde öncelikle finansal serbestleşmenin etkilerini daha iyi ortaya koyabilmek amacıyla Türkiye'de 1980 öncesi yılları kapsayan planlı dönemde uygulanan ekonomi politikaları ve ortaya çıkan ekonomik yapı,

makroekonomik göstergeler ışığında değerlendirilmiştir. Bu bölümde daha sonra 24 Ocak 1980 Kararları çerçevesinde şekillenen iç finansal serbestleşme ve dış finansal serbestleşme süreçleri incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise finansal serbestleşme sonrası Türkiye’de yaşanan sermaye hareketlerinin makroekonomik yansımaları istatistikler yardımıyla değerlendirilmiştir.

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde ise finansal serbestleşme ile tüketim harcamaları arasındaki ilişkinin analizi için ekonometrik bir model oluşturulmuştur. Bu amaçla öncelikle tüketim harcamaları ve bağlantılı göstergeler saptanmış, sonrasında finansal serbestleşme kapsamında sermaye girişleri ile tüketim harcamaları arasındaki ilişki VAR analizi ile değerlendirilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SERBESTLEŞME

1.1.FİNANSAL SERBESTLEŞME KAVRAMI

İktisadi anlamda serbestleşme kavramı; devletin ya da merkezi otoritenin ekonominin üretim ve yönetim alanındaki sahipliğinden ve kontrolünden, piyasanın denetim ve kontrolüne geçirilmesi süreci olarak tanımlanabilir. İktisadi serbestleşme kavramı köken olarak klasik iktisat dönemine ait olup, piyasa ekonomisi altında işlerlik kazanmasına rağmen 1980'lerin başındaki finansal serbestleşme politikalarının da temel dayanak noktası olmuştur. Finansal serbestleşme kavramı, finansal sermayenin hiçbir engel ve kısıt olmaksızın yüksek getiriye ulaşmasının önündeki engellerin kaldırılması olarak tanımlanabilir.

Finansal sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkelerde özellikle 1970'li yılların başından itibaren oldukça hızlı ilerlemiştir (Kastner ve Rector, 2005: 484). Bu sebeple finansal serbestleşme, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, finansal baskı politikalarının ve yabancı sermayeye yönelik kısıtlamaların kaldırılması olarak da tanımlanabilir.

Finansal serbestleşmeyi sağlamak için yapılan reformlar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Alp, 2000: 94):

- Piyasa mekanizması tarafından belirlenen döviz kurları,
- Devlet müdahalesindeki faiz oranı ve kredi miktarı üzerindeki baskının kaldırılması ve fon arz talebinin piyasa koşullarında belirlenmesi,
- Uluslararası sermaye hareketlerine konan sınırlama ve yasakların kaldırılması,
- Piyasada faaliyet gösteren finansal kurumların artırılması ve yapısını güçlendirici düzenlemeler yapılması

Gerçekleştirilen reformların sonrasında finansal sistemde fon fazlası olan ekonomik birimlerden, fon eksiği olan ekonomik birimlere fon transferi sağlanmaktadır. Bu transfer aynı zamanda uluslar arası sermayeye verimliliğin ve getirinin düşük olduğu bölgelerden verimliliğin ve getirinin yüksek olduğu bölgelere hareket olanağı sağlamaktadır. Bunun sonucunda ortalama verimlilik yükselecek ve

iktisadi refah artacaktır (Seyidoğlu, 2003: 143). Böylece finansal serbestleşmeyi savunanlara göre temel amaç, iktisadi kaynakların etkin dağılımının sağlanması ve buna bağlı olarak ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesidir.

Finansal serbestleşme, özellikle hkmetlerin gelişmiş ülkelerin uluslar arası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekebilmek için bankacılık finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaların kaldırdığı ya da büyük lde azalttığı serbestleşme uygulaması olarak da görülmektedir (Durusoy, 2000: 1).

Finansal serbestleşmenin teorik olarak hem kısa dönem hem de uzun dönem tasarruflar üzerinde etkisi bulunmaktadır. Uzun dönem etkisi, daha yüksek mevduat faiz oranlarını kapsayan geliştirilmiş tasarruf yapma fırsatlarını, artan banka sayısını ve diğer finansal araçların kredi kısıtı üzerindeki azaltıcı etkisini de içermektedir. Diğer taraftan finansal serbestleşmenin sağladığı geniş miktardaki finansal araca doğrudan erişilmesi, ekonomideki verimli ve bol kazançlı yatırımlara ulaşmada kolaylık sağlamaktadır (Jappelli ve Pagano, 1994: 85).

1960'lı yıllara kadar, Keynesyen finans ve büyüme literatüründe baskın görüş faiz oranlarının sermaye oluşumunu sağlamak için oldukça düşük düzeylerde tutulması olmuştur. Buna bağlı olarak bu dönemde, pek çok gelişmekte olan ülkede iktisat politikacıları, faiz oranı kontrolleri ve yönetilen kredi programlarından oluşan iktisadi planlar yapmıştır. Bu teorik baskın görüş 1970'li yılların başlarına kadar sürmüş ve R. McKinnon ve E.Shaw tarafından yıkılmıştır. Böylece faiz oranı, döviz kuru gibi finansal fiyatların üzerindeki bozucu etki yaratan finansal baskı yerine, piyasa mekanizmasının ve iktisadi kaynak etkinliğinin gerçekleşeceği yeni görüş ortaya atılmıştır (Sen ve Vaidya, 1997: 36).

Bu tanımlar çerçevesinde finansal serbestleşme sürecinin altı temel boyutu olduğu söylenebilir. Bunların; i) kredi kontrollerinin kaldırılması, ii) faiz oranlarının deregülasyonu, iii)bankacılık sektörüne giriş serbestliği, iv) banka otonomisi, v) bankalar içi özel mülkiyet ve vi) uluslar arası sermaye hareketliliği olduğu söylenebilir (Williamson ve Mahar, 2002: 9).

1.2. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN AŞAMALARI

Finansal serbestleşme kavramında birbiri ile bağlantılı iki aşamalı bir geçiş söz konusudur. Finansal serbestleşme öncelikle iç piyasaların serbestleşmesine yönelik uygulamaların ortaya konulmasıyla başlar ve bu politikalar devam ederken ya da büyük kısmı tamamlanmışken ikinci aşama hayata geçirilir. Finansal serbestleşmenin iç piyasaların serbestleşmesinden sonraki ikinci aşamasında finansal piyasaların yurtdışına açıklığı sağlanır ve böylece sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gerçekleştirilir. Tam finansal serbestleşmeye bu iki aşamanın tamamlanmasından sonra geçilmektedir.

1.2.1. İç Finansal Serbestleşme

İç finansal serbestleşmeyle yurt içindeki para cinsinden borç-alacak ilişkileri ve varlığa sahip olma kararındaki fiyat ve miktar kısıtlamalarının kaldırılması amaçlanmaktadır. Bu süreçte öncelikle mevduat faiz oranlarına yapılan müdahaleler kaldırılır ve daha sonra mevduat faiz oranları piyasada kendiliğinden belirlenecek şekilde oluşturulur (Saygılı, 2001: 166). Bunun sonucunda ekonomide yeni finansal araçlar ortaya çıkar ve bu araçların yönetimine ilişkin düzenlemeler yapılır.

Genel olarak iç finansal serbestleşme kapsamında; yurtiçi faiz haddi üzerindeki tavanın kaldırılması, yasal karşılık oranlarının düşürülmesi, bankacılık sistemine yeni bankaların girişinin kolaylaştırılması, işlevsel rekabet ortamının gerçekleştirilmesi, sermaye piyasasının gelişiminin teşvik edilmesi, gerekli yeni kurumsal yapıların oluşturulması, finansal varlık çeşitliliğinin artırılması, finansal piyasalarda etkin bilgi akışının sağlanması, öncelikli sektörlerle sunulan selektif kredilerin kaldırılarak, piyasaların kaynak bölüşümünün sağlamasını hedeflemek gibi niceliksel ve niteliksel düzenlemeler gündeme gelmektedir (Özdiç, 1994: 15). İç finansal serbestleşme sürecinde, faiz oranlarının piyasa arz ve talebine göre belirlenmesi, faiz oranları üzerindeki yüksek karşılık oranları ve vergilerin azaltılması, kredi tavanlarının ve kredi tayinlamasının kaldırılması, piyasaya girişin kolaylaştırılması gibi ekonomik hedefler söz konusudur.

İç finansal serbestleşme sonrasında yeniden düzenlenen iktisadi yapılardan birisi de bankacılık ve finans sektörü olmaktadır. Finansal sektörü oluşturan bankacılık, sigortacılık gibi kurumlar arasındaki kopukluk ve sınırlar kaldırılmıştır. Bunun sonucunda bankacılık sektörüne sermaye piyasası faaliyeti yapabilme işlevselliği verilmiştir (Yılmaz, 2011: 20). Buna bağlı olarak bir diğer gelişme ise finansal piyasaların genişlemesi sonucunda finansal ürünlerin çeşitliliğinde ortaya çıkmıştır.

1.2.2. Dış Finansal Serbestleşme

Dış finansal serbestleşme ülkede yaşayan yerleşiklerin yabancı para cinsinden varlık sahibi olması, borç altına girmesini; yerleşik olmayanların ise yurt içi finansal sistemde faaliyette bulunmalarına imkân tanınmasıdır. Başka bir anlatımla dış finansal serbestleşme yerleşikler için dış piyasalarda varlık ve yükümlülük altına girmeyi, yerleşik olmayanlara ise ulusal piyasalarda işlem yapmayı kolaylaştıran bir politika olarak tanımlanabilir (Esen, 2000: 3).

Dış finansal serbestleşmenin bir sonucu olarak; i) yerleşiklere finansal aktiflerini yurtdışına taşıma ve orada tutma, ii) özel firmalara uluslararası finansal piyasalardan serbestçe borçlanma iii) yerleşiklere finansal işlemlerini yabancı para birimlerinde yapma ve iv) yerleşik olmayanlara yurtiçi piyasalara özgürce yatırım yapma izni verilmektedir.

Ayrıca ülkeler dış finansal serbestleşme politikalarıyla uluslar arası finans piyasalarıyla bütünleşmeyi ve döviz kurlarını her türlü müdahalelerden arındırılarak salt piyasada belirlenmesini amaçlamaktadır.

Dış finansal serbestleşme hem sermaye girişleri hem de sermaye çıkışları üzerindeki kontrollerin kaldırılmasını da kapsamaktadır. Bu değişimi hedefleyen ülkelere, sermaye girişleri ve çıkışları üzerindeki kontrolleri kaldırmanın ön koşulu olarak bir takım reçeteler sunulmuştur. Buna göre 1980'lerde yoğunlaşarak uygulanan süreçte sermaye girişleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasının ön koşulu olarak şunlar gösterilmiştir:

- Sermaye kontrollerinin kaldırılmasından iki yıl önce ticari serbestleşmenin başlaması,
- En az iki yıl önce yurtiçi finansal serbestleşmenin başlatılması ve yerli/yabancı bankaların bankacılık sektörüne girişinin serbestleştirilmesi,
- Bankacılık sektöründe kamu mülkiyetinin, kontrollerin kaldırılmasından en az iki yıl önce %40'ın altına düşürülmesi bu koşullardan bazılarıdır (Williamson ve Mahar, 2002: 12).

1.3.FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Dünya ekonomilerindeki ve iktisat literatüründeki geçmişi çok uzun olmasa da, iktisat ve ticaret alanlarındaki serbestleşme kavramının 19. yüzyılın ortalarına kadar uzanan bir geçmişi vardır. 19. yüzyılın ikinci yarısından itibaren İngiltere'nin serbest ticareti diğer ülkelerde ve hatta bazı sömürgelerinde yerleştirme çabaları görülmektedir. Bir başka açıdan bakıldığında, son otuz yıldır kaçınılmaz olduğu tartışılan küreselleşmenin gerçekte 1870'lerde başladığı ve 1980'lerin sonunda finansal serbestleşmeyle birlikte mekânını genişlettiği söylenebilir. 1870'lerde başlayan ilk serbestleşme çabalarının 18.yüzyıldaki sanayi devriminin doğurduğu teknolojik sonuçları takiben 1870-1914 dönemi arasında dünya mal ve finans piyasalarında hükmünü sürdürdüğü görülebilir. Sözü edilen bu döneme damgasını vuran serbestleşme uygulamalarının temel özelliği para piyasalarında ve ticari işlemlerde altın standardının uygulanmış olmasıdır. Altın standardı sisteminde para altın standardına bağlı olduğu için fiyatlar esnek, mal ve altın hareketleri tümüyle serbesttir. Ulusal paraların değerleri altın standardına göre belirlendiği için döviz kuru istikrarını da beraberinde getirmiştir. Böylece 1900'lü yılların başlarında, Batı Avrupa ülkelerinin yanında pek çok çevre ülkeyi de kapsayan geniş sermaye, mal ve emek piyasalarının oluştuğu bir dünya ekonomisi ortaya çıkmıştır (Yay, 2003: 34).

Birinci dünya savaşıyla başlayan ve ikinci dünya savaşının bitimine kadar süren bir bozulma sermaye hareketlerinin miktarında azalmaya neden olmuştur. Bu dönemde hasar gören altın standardından korunmak için ülkeler sermaye kontrollerine yönelmişlerdir. İkinci dünya savaşıyla bozulan ekonomik istikrarı

yeniden kurmaya yardımcı olacak ve dünya ticaretini serbestleştirecek yeni bir uluslar arası ticari ve mali sistemin kurulmasına ihtiyaç duyulmuştur.

Bu gelişmelerin bir sonucu olarak ülkeler 1944 yılında ABD’de Bretton Woods kasabasında bir araya gelerek IMF (Uluslar arası Para Fonu) ve IBRD’yi (Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası) kurmuşlardır (Seyidoğlu, 2003: 214). Bretton Woods sistemi olarak kabul edilen bu oluşum, IMF denetiminde sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sistemini ve ülkelerin sermaye hesaplarını korumalarını teşvik ediyordu. Dünya ekonomisinde IMF ve IBRD öncülüğünde ve Keynesyen politikaların uygulanmasıyla birlikte yaklaşık 25 yıllık ‘Altın Çağ’ diye adlandırılan hızlı bir büyüme ve refah dönemi yaşanmıştır. Ancak 1970’li yılların başlarında sistem, genişleme ve büyüme döneminin temelini oluşturan birikim tarzının tıkanması sonucu krize girmiştir (Savran, 1988: 25). Dünya ekonomilerinde görülen bu hızlı büyüme ve refah dönemi bu dönemde kesintiye uğramış ve kapitalizmin ‘altın çağ’ı ciddi iktisadi küçülmeler ve krizlerle son bulmuştur (Yeldan, 2002: 6).

Dünya ekonomisindeki bunalımın ve ülkelerdeki krizlerin sonucunda, düşen kar oranlarının artırılması, dünya pazarlarının genişletilmesi, mal ve sermaye akımlarının önündeki engellerin kaldırılması ve serbestleştirilmesine dayanan yeni bir pazar anlayışı ortaya çıkmıştır (Savran, 1988: 26). Oluşturulan bu yeni iktisadi pazar yapısı Bretton Woods sisteminin önerdiği sabit kur rejiminin sürdürülmesi ile bağdaşmamıştır. Bunun sonunda, istikrarlı döviz kurları, sermaye akımlarının sınırlandırılması ve tam istihdam gibi sosyal refah politikaları üzerine inşa edilmiş olan Bretton Woods sisteminin çöküşüyle esnek döviz kuru yeni kur sistemi olarak kabul edilmiştir (Altıok, 2000: 13).

1970’li yılların sonlarına kadar altyapısı hazırlanan yeni iktisadi sistem, kapitalist sistemin yaşadığı krizden çıkması için ve ayrıca gelişmekte olan ülkelere de büyüme ve kalkınmanın temel yolu olarak hayata geçirilmiştir. Temel dayanağını neo-klasik iktisattan alan 1980 sonrasındaki finansal serbestleşme, gelişmekte olan ülkelerin yetersiz tasarrufa sahip olduğunu ve buna bağlı olarak da düşük büyüme gerçekleştirdiğini savlamıştır. Bu sebeple dış tasarrufların ülkelere aktarılabilmesi için, gelişmekte olan ülkeler iç ve dış piyasalarını serbestleştirmeli ve piyasaların etkinliğinin sağlanması önerilmiştir. Böylece sermayenin dünya pazarlarındaki serbest dolaşımına duyduğu ihtiyacı karşılamaya yönelik politikaların yavaşça uygulamaya

konulması finansal sermayenin uluslar arası dolaşımını da giderek hızlandırmıştır (Yıldızoğlu, 1996: 11).

Bütün bu gelişmelere paralel olarak, 1980'lerden itibaren bir yanda gelişmiş ülkeler iç finans ve sermaye piyasalarını bütün denetim ve kısıtlamalardan kaldırmış diğer yandan da gelişmekte olan ülkeleri kendi sermayelerinin ihtiyaçlarına göre tasarımıışlardır (Kazgan, 1988: 124). Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerin paraları konvertibl hale getirilmiş ve finansal piyasalarda tam serbestlik sağlanmıştır. Finansal serbestleşmenin gelişmesinde ve hızla uygulanmasında 1970'lerde düşen kar oranları nedeniyle 'değersizleşen' gelişmiş ülke sermayelerinin yeni ve karlı yatırım alanlarına duyduğu gereksinim temel etken olarak ön plana çıkmıştır. Serbest piyasa sisteminin içine düştüğü kriz, ulusal sınırlar içinde kapalı kalmış olan sermayenin hızla uluslar arası pazarlara girmesini gerektirmiş ve karlılık sorununu bu anlamda çözmüştür.

Dünya'da finansal serbestleşme hareketleri kabaca dört döneme ayrıştırılarak incelenebilir. Birinci dönemde (1973-1980); gelişmiş ülkeler arasındaki net sermaye hareketleri önemli ölçüde artmıştır. Bu artışa kurumsal yatırımcıların ve yabancı finansal kuruluşların yerel finansal pazarlardaki yatırımları yol açmıştır. Bu akım aynı dönemdeki uluslararası ticaret akımından çok daha büyük boyutta gerçekleşmiştir. Bu süreç 1970'lerin sonuna kadar ulusal kanun ve düzenlemelerin etkili olduğu ve genellikle döviz kontrolleri ve uluslararası finansal işlemler üzerindeki sınırlamalarla korunan finansal piyasalar olarak kalmıştır.

İkinci dönemde (1980-1983); gelişmiş ülkelerde sermaye kontrollerinin yumuşatıldığı ve finansal pazarlarda serbestleşmenin arttığı dönemdir. Bu dönemde uluslararası sermaye piyasaları arasındaki bütünleşmenin derecesi pazarlara yönelik sermaye akımı büyüklüğünden çok, mali araçların getirilerindeki farklılaşmayla ölçülmektedir.

Üçüncü dönem (1984-1988); gelişmiş ülkelerin cari işlemler ve kamu açıklarını kapamaya yönelik sermaye hareketlerinin geliştiğı dönemdir, bu açıkların finansman kaynağı, resmi sermaye akımlarından çok özel sermaye akımları oluşturmuştur.

Dördüncü dönemde ise (1989 sonrası),1980'li yılların sonundan itibaren özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik özel ve resmi sermaye akımlarının

başladığı görülmektedir. 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde önemli ölçüde finansal serbestleşmenin yaşandığı bu ülkelerin uluslararası sermaye piyasaları ile bütünleştiği ve bu ülkelere yoğun sermaye akımlarının olduğu görülmektedir

1.4. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TEORİK TEMELİ

Faiz oranlarının düzenlenmesini de içeren finansal sistemdeki hükümet müdahaleleri, yüksek rezerv tutma gereksinimi ve kredi tahsisi üzerindeki miktar kısıtlamaları, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, 1960-1970'li yıllarda oldukça yaygın uygulamalardı. Bunları düşük tasarrufların, kredi tayinlamlarının ve düşük yatırımların bir nedeni olarak görünen bu uygulamalara, başlangıçta Goldsmith (1969) daha sonraları ise McKinnon (1973) ve Shaw (1973) karşı çıkmıştı. Ayrıca bu uygulamalara 'Finansal Baskı' ismi McKinnon ve Shaw tarafından verilmiştir. Bu iktisatçılar finansal serbestleşme tezini, hükümet müdahalelerinden bağımsız bir finansal piyasa ve kredi tahsisi için ve fiyatların piyasada serbestçe belirlenmesini öneren bir panzehir olarak görüyorlardı (Arestis ve Panicos, 1999: 445).

McKinnon (1973) ve Shaw (1973) ilk olarak; yatırımlara ayrılan tasarrufları finansal baskının nasıl etkilediğini, ikinci olarak da tasarruf üzerindeki getiri yoluyla tasarruf-yatırım denge seviyesini de belirleyen diğer iki etki kanalını vurgulamaktadır. Bu analizlerin politika çıkarımları oldukça açık belirtilmiştir: i) faiz oranlarındaki tavan fiyatın kaldırılması ii) rezerv gerekliliğini azaltmak iii) yönlendirilmiş kredi programlarını yürürlükten kaldırmak. Kısaca belirtmek gerekirse finansal piyasaları serbestleştirmek ve kredinin tahsisine serbest piyasanın belirlenmesine izin vermek, McKinnon-Shaw tarafından ortaya atılan Neo-Klasik finans teorisinin ana hatlarını vurgulamaktadır.

Finansal serbestleşme ile öne sürülen bir başka olumlu gelişme ise denge seviyesine uyarlanmış faiz oranları sonucunda düşük getirili yatırım projelerinin ortadan kalkabileceği ve böylece yatırımların toplam etkinliğinin artacağı olarak savunulmuştur. Ayrıca reel faiz oranı arttığı için tasarruf ve toplam kredi arzı artacak yüksek bir yatırım seviyesi teşvik edilmiş olacaktır. Bunun sonucunda ekonomik gelişme sadece yatırım seviyesinin yükselmesiyle uyarılmayacak aynı zamanda sermayenin ortalama verimliliğindeki bir artış nedeniyle de yükselecektir.

Teorik modeller finansal serbestleşmenin, sermayenin verimliliğinin artması, yatırımların ve tasarrufların artması yoluyla iktisadi gelişmeyi yükseltebileceğini öngörmektedir. Bununla birlikte hem gelişmiş ülkelerden hem de gelişmekte olan ülkelerden pek çok finansal serbestleşme örneklerinde şiddetli finansal kriz olaylarını da içeren önemli istikrarsızlık sonuçlarına özellikle dikkat çekilmektedir.

McKinnon ve Shaw öncülüğünde temellendirilen finansal serbestleşme teorisi daha sonra Kapur, Galbis, Vogel, Buser, Mathieson, Roubini ve Martin gibi iktisatçılar tarafından geliştirilmiştir. Finansal serbestleşmeyi savunan iktisatçılar Stanford Okulu olarak bilinen McKinnon-Shaw yaklaşımını temel almışlardır. Bu görüşü eleştiren iktisatçılar ise; Yapısalcılar, Neo-Keynesyenler, Post-Keynesyenler, Spekülatif Gelişme Modeli olmak üzere çeşitli görüşleri savunmuşlardır.

Çalışmanın bundan sonraki bölümünde finansal serbestleşmeye sunulan teorik kuramsal katkılar incelenecektir. Temel olarak McKinnon-Shaw yaklaşımı finansal serbestleşmenin tasarrufların artırılması kanalıyla yatırımların ve ekonomik büyümenin canlanacağını savunurken, bunun dışındaki yapısalcı ve keynesyen yaklaşımlar ise bu politikaların tasarrufları ve yatırımları azaltarak iktisadi büyümeyi yavaşlatacağını ileri sürmektedir.

1.4.1. McKinnon-Shaw Yaklaşımı (Neo-Klasik Yaklaşım)

1970'li yılların ortalarına kadar gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda uygulanan Keynesyen ya da müdahaleci iktisat politikaları, finans piyasalarını da baskı altında tutmuştur. Yatırımları artırmak için baskı altında tutulan faiz oranları ve finans piyasaları, hem gelişmekte olan ülkelerde olması gereken denge finans piyasası göstergelerinin oluşmasını engellemiş hem de yurtiçi tasarruf ve yatırım mekanizmalarının çalışmasını engelleyerek kaynak dağılımını olumsuz etkileyerek iktisadi büyümeyi yavaşlatmıştır (Uçak, 2006: 54).

McKinnon-Shaw yaklaşımı gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal baskı politikalarının faiz oranları ve döviz kurları gibi önemli finansal göstergeleri bozduğunu, finansal işlemlere konu olmayan varlıklarla karşılaştırıldığında finansal sistemin etkinliğini yavaşlattığını ve iktisadi büyümeyi düşürdüğünü öne sürmektedir. Ayrıca finansal baskılamının bir sonucu olarak, finansal açıdan baskı

altında tutulan bir ekonomide faiz oranlarının denge faiz oranının altında bırakılması tasarrufların ve banka mevduatlarının azalmasına, yatırımların ise optimal düzeyinden uzak bir şekilde gerçekleşmesine yol açtığı savunulmaktadır. Oluşan bu iktisadi aksamalara karşı çözüm önerisi ise, finansal piyasaların koşulsuz serbestleştirilmesidir. Finansal olarak serbestleşen piyasalarda ise denge faiz oranı piyasa dinamiklerine göre oluşacağı için mali baskı uygulamaları ve kredi miktar sınırlamaları son bulacak ve iktisadi kararlar piyasa şartlarında serbestçe verilecektir.

Neo-klasik McKinnon-Shaw hipotezi, finansal olarak dışa açılan gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde finansal araç çeşitliliğinin, tasarruf ve yatırımlarını artırarak iktisadi büyümeye katkıda bulunacağını savunur. Temelini ödünç verilebilir fonlar teorisinden alan McKinnon-Shaw yaklaşımında, sermaye hareketlerinin üzerindeki engellerin kaldırılmasıyla sermayenin görece bol ama kazancının az olduğu yerden, sermayenin kıt fakat getirisinin yüksek olduğu ülkelere kayarak finansal derinliği artıracığı görüşü ortaya konulmaktadır. Bunun sonucunda ülkeler arasındaki getirilere bağlı oluşan faiz oranları eşitlenecek ve de iç tasarrufları yetersiz olan gelişmekte olan ülkeler iktisadi büyüme için kaynak sağlamış olacaklardır (Atamtürk, 2007: 78).

McKinnon ve Shaw tarafından finansal baskı, faiz oranı ve döviz kurunu da içeren finansal fiyatların bozuklukları olarak tanımlanmaktadır. Bu iktisatçılar aynı zamanda baskılanmış para sisteminin yurtiçi sermaye piyasasını parçaladığını iddia etmektedirler. Baskının bir sonucu olarak resmi finansal yapılar sayesinde ödünç verilebilir fon akımları azaltılır, özel amaçlı kredi tayinlaması miktarı nedeniyle faiz oranları farklı borçlular arasında değişir ve oto-finansman çok zor bir hale gelir. Buna ek olarak bankacılık sektörü dışındaki finansal derinlik; bazı firmalar ve yüksek enflasyon nedeniyle engellenir ve dış kaynak akımları bile beklenmeyen döviz kur değişimleri ve istikrarsız yurtiçi sermaye piyasası nedeniyle yatırımları teşvik etmeyebilir (Elhan, 1997: 8).

Shaw (1973)'a göre, finansal baskı iktisadi miyopluluğa neden olan yanlış bir planın parçası olarak geniş ölçüde benimsenmiştir ve gelişmekte olan ülkelerin sömürgeci deneyimlerine karşı tepkinin bir parçası olarak ortaya çıkan saf bir gelişme stratejisidir. Bu sebepten dolayı da mümkün olduğunca hızlı bir şekilde bu uygulamalardan vazgeçilmesi gerekmektedir. Shaw' ın savına göre, finansal

serbestleşme işlem maliyetlerini en aza indiren etkili bir yapısal düzenleme yarattığı için, finansal derinlik sürekli yenilenen gelişmeye öncülük etmektedir.

1973 yılında McKinnon, Shaw'ın görüşlerinin yanında müdahaleci politikaların belirsizliğe ve bölünmüş sermaye ve emek piyasalarına da neden olacağını belirtmiştir. Başka bir ifadeyle bu benzer iktisadi karar birimleri benzer mal ve hizmetler için farklı fiyatlarla karşılaşacaklardır. Sermaye piyasasındaki bu parçalanma özellikle emeğin ve toprağın yanlış kullanımına neden olacaktır. Böylece sermaye piyasasındaki uygun politikalar iktisadi gelişme girişimi ve genel bir serbestleşme öncesinde olmalıdır.

McKinnon'un bir başka kavramlaştırmasına göre, finansal olarak sığ ekonomilerdeki gelir sınıfları ve tasarruf-yatırım süreçleri ne iyi tanımlanmış ne de uzmanlaşmıştır. Dahası düşük faiz oranları düzenlenmiş bir piyasadaki tasarrufları engellediği için yeterli tasarruf eksikliği nedeniyle yatırımlar caydırılmaktadır. Ayrıca baskılanmış ekonomilerdeki yüksek asgari ücretler ile beraber, sermaye emeğe nispeten görece daha kıt olsa bile sermaye-yoğun üretimdeki yatırım miktarı artar. Finansal piyasaların serbestleşmesi ile birlikte düşük tasarruf ve yatırım problemleri tartışmasız bir şekilde azaltılır.

McKinnon ayrıca para ve fiziksel sermaye arasında bir tamamlayıcılık ilişkisi kuran bir model de oluşturmaktadır. Para arzının tasarruf ve yatırım kararları üzerinde birinci dereceden bir etki oluşturacağını belirtmektedir. Shaw ise diğer yandan bir borç aracılık modeli önermektedir. Shaw kendi modelinde finansal serbestleşmenin tasarrufçular ve yatırımcılar arasında genişletilmiş bir finansal aracılığa neden olacağını ve finansal gelişmeyle sonuçlanan tasarruf ve yatırım teşviklerini artıracığını ortaya koymaktadır. Bununla birlikte her iki yazar da iktisadi büyümenin faiz oranı tavan fiyatlarının kaldırılarak, seçici ya da doğrudan kredi programlarının terk edilerek, finansal sistemin serbest giriş koşulları altındaki rekabete tabi tutulmasını sağlayarak artırılabilceği görüşünü kabul etmektedirler.

McKinnon ve Shaw, hipotezini bir takım varsayımlara dayandırmaktadır. Bu varsayımlar i) iktisadi büyümenin tasarruf (S) ve yatırım (I) üzerindeki etkisi nedeniyle reel faiz oranı tarafından etkilendiği ii) yatırımların reel faiz oranının negatif bir fonksiyonu olduğu ($(r) [I=I(r), I_r < 0]$) iii) tasarruflar sadece faiz oranından değil aynı zamanda ulusal ekonomilerin büyüme oranından da etkilendiği

((g) [$S=S(r,g)$, $S_r>0$; $S_g>0$]) ve iv) klasik iktisadın varsayımları çerçevesinde önceki tasarrufların yatırımlar için gerekli olduğu şeklindedir.

1.4.2. Yapısalcı Yaklaşım

McKinnon-Shaw'un ortaya koyduğu Neo-Klasik finansal serbestleşme teorisine karşı en sistemli ve tutarlı eleştiriler Taylor öncülüğünde yapısalcı okul tarafından geliştirilmiştir. Yapısalcı yaklaşım geliştirmekte olan ülkelerin geri kalmasının temel nedenlerini araştırmış ve bu ülkelerdeki piyasaların etkin ve verimli çalışmadığını ortaya koymuştur.

Finansal baskının kaldırılması sonucunda piyasaların serbestleştirilmesi önerisi, bazı geliştirmekte olan ülkelere beklenen sonuçları doğurmamıştır. Yapısalcı yaklaşımda da belirtildiği gibi geliştirmekte olan ülkelerin finansal ve ekonomik yapıları standart değildir ve tüm ülkelere aynı reçetelerin uygulanması başarılı sonuçlar vermemektedir (Taylor, 1983: 36).

Yapısalcı yaklaşım geliştirmekte olan ülkelerdeki istikrarsızlığın ve krizlerin nedenini toplumu oluşturan iktisadi-sosyal-kurumsal piyasa yapılarında aramaktadır. S.vanWijnbergen piyasadaki arz ve talep esnekliklerine bağlı olarak istikrardaki azalışın veya artışın enflasyon üzerindeki etkisini ortaya koyarken, L.Taylor bankacılık sistemi dışındaki piyasalar üzerinden iktisadi etki yaratan fonların analiz ve sonuçlarını öne çıkarmaktadır.

Bu teorik varsayımdan yola çıkan Taylor öncülüğündeki yapısalcı yaklaşım geliştirmekte olan ülkelerin finansal yapılarının farklı olduğunu ve McKinnon-Shaw hipotezinin bu ülkelere çalışmayacağını belirtmektedir. Yapısalcılar, McKinnon-Shaw hipotezinin geliştirmekte olan ülkelere finansal serbestleşme sonrası yatırımların nitelik ve nicelik olarak artışına bağlı olarak iktisadi büyümeyi sağlayan önerisine, finansal serbestleşmenin iktisadi büyümeyi artırmayacağını aksine azaltacağını ve enflasyonist bir etki yaratacağını savlamışlardır. Finansal serbestleşme sonrasında yükselecek olan faiz oranları firmaların üretim ve yönetim maliyetlerini artıracak ve bu artış geliştirmekte olan ülkelerdeki çoğu piyasadaki mark-up fiyatlandırma stratejisi nedeniyle fiyatlara yansıtacağından enflasyonist bir etkinin yaratılacağı düşünülmektedir.

Neo-Klasik McKinnon-Shaw yaklaşımı finansal serbestleşmenin temel başarısını tasarrufları üretken olmayan aktiflerden banka mevduat sisteminin içerisine girmesine bağlamıştır. Bunun karşısında yapısalcı yaklaşım ise riskten kaçınan yatırımcıların bu portföy değişimini yapamamaları durumunda finansal serbestleşmenin yatırımları ve büyümeyi uyardırmada başarısız olacağını savlamaktadır (Rodoplu, 2004: 86).

McKinnon-Shaw hipotezine karşı yapısalcı yaklaşımın temel eleştiri noktalarından birisi de örgütlenmiş fon piyasasının yüksek oranlarda rezerv tutmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerdeki bankalarda yüksek oranlarda ve nakit olarak rezerv tutulmaktadır. Tutulan rezervlerin miktarı ne kadar yüksek olursa, bu rezervlerin fon piyasasındaki maliyetleri de o kadar yüksek olur (Dinç, 1999: 145). Bunun sonucunda bu ülkelerde örgütlenmiş piyasalar örgütlenmemiş olanlara oranla daha yüksek maliyetle çalışmak zorunda kalırlar. Bu durum finansal aracılıkta kaynak kaybına neden olduğu için yatırımların kalitesini ve miktarını önemli ölçüde etkileyecektir. Ekonomide ortaya çıkan bu gelişme dolayısıyla organize olmamış (örgütlenmemiş) piyasalardaki kurumlar, yapısalcı yaklaşıma göre resmi bankacılık sektörüne göre daha etkili çalışmaktadır. Bir başka anlatımla, ekonomideki kaynakları resmi (formel) kredi piyasalarına çekme amacını taşıyan finansal serbestleşme politikalarının, resmi olmayan (enformel) piyasaların çalışmasını dikkate almamaları nedeniyle finansal aracılıkta ve kaynak aktarımında azalışa yol açabileceği vurgulanmaktadır (Özcan, 2007: 64). Yapısalcı yaklaşımda bunun nedeni ise daha önce resmi olmayan (enformel) piyasada zorunlu karşılığa bağlı olmayan kaynakların resmi (formel) piyasaya girmesiyle birlikte zorunlu karşılığa tabi olması olarak açıklanmaktadır.

Yapısalcı okul, bütün bu eleştiriler sonucunda finansal baskının gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının yükselmesini önleyerek yatırımları ve iktisadi büyümeyi hızlandırdığını ve fiyatlar genel seviyesinin yükselmesini önlediğini ileri sürmüştür.

1.4.3. Neo-Keynesyen Yaklaşım

Finansal serbestleşme politikalarıyla ilgili bir başka görüş ve öneri de Neo-Keynesyen iktisatçılar tarafından ortaya atılmıştır. Neo-Keynesyen iktisat okulu iktisat literatüründe, piyasalarda asimetrik bilginin olduğunu, buna bağlı olarak da mal ve finans piyasalarında denge oluşumlarının ve uyumlarının farklı olarak gerçekleşeceğini belirtmiş ve bu süreç sonunda ters seçim işleminin ortaya çıkacağı gibi önemli görüşleri savlaşmışlardır.

Neo-Keynesyen yaklaşıma göre finansal piyasalar iki farklı açıdan mal piyasalarından farklılaşmaktadır. Mal piyasasında ticarete konu olan işlem ve ödeme aynı anda yapılırken finans piyasalarında kredi bugün verilirken bu kredinin geri dönüşü daha sonra yapılır. Bununla birlikte borçlunun borcunu ödeyip ödeyememesini garanti altına alan kesin bir kriter bulunmamaktadır. Borcun vadesi dolduğunda borçlunun ödemek zorunda olduğu miktar ile ona kredi olarak verilen miktar arasındaki fark, bir belirsizliğin sonucu olarak ortaya çıkmaktadır (Rodoplu, 2004: 89). Tam da bu noktadaki belirsizlik bir asimetrik bilgi sorununun sonucu olarak gerçekleşmektedir. Kredi talep edenler kredinin kullanımı ve geri dönüşüyle ilgili tüm bilgiye sahipken krediyi arz edenlerin elinde böyle bir bilgi bulunmamaktadır.

Sermaye ve fon piyasasındaki ortaya çıkan bu asimetrik bilgi durumunda kredi arz eden kurumların, firmaların yatırım kararı hakkındaki görüşlerini, firmalardan daha az bildikleri durumlarda bu sorunu gidermek için kredi tayinlemesine başvurmaları söz konusu olmaktadır. Kredi tayinlemesi ise aynı özelliklere sahip yatırımcıların borçlanmak istediklerinde bir kısmının yüksek faiz oranından borç bulamazken bir kısmının daha düşük faiz oranından bile borçlanması anlamına gelmektedir.

Kredi tayinlemesinin ve buna bağlı faiz oranlarının yükselmesinin sonucu olarak ise kredi başvuruları nicelik ve nitelik olarak azalacak, borçlanma maliyetlerinin yüksek olduğu ortamda beklenen getirileri ve risk düzeyi düşük olan projelerin gerçekleşme olasılığı azalacaktır (Çetin, 2010: 35). Kredi arz edenler asimetrik bilginin etkisiyle kredi başvurularını etkili bir şekilde değerlendiremeyecekler ve ters seçim (adverse selection) sonucu riski yüksek ya da

düşük olan bir kredi başvurusunu kabul edecekler. Bu seçimin sonucunda çoğu zaman yüksek getirili ve verimli projelerin yerine düşük getirili ve verimsiz projeler kabul edilecektir. Bu ise finans piyasalarının istikrarsız ve kırılğan bir özellik kazanmasına neden olacaktır.

Neo-Keynesyen iktisatçılar kredi ve finans piyasasındaki bu gelişmelerin sonucu olarak asimetrik bilgi buna bağlı oluşan ters seçim ve kredi tayinlaması dolayısıyla finansal sistemin etkin çalışmadığını ve piyasada yeterli miktarda fon bulursa bile, bunların yatırımcılara düzenli ve etkili bir şekilde ulaşmadığını ortaya koymuşlardır.

Böylece finansal serbestleşmenin yatırımlar kanalından iktisadi büyümeyi gerçekleştirecek olan mekanizması, Neo-Keynesyen iktisatçılar tarafından vurgulanan kredi ve finans piyasaların tam çalışmaması nedeniyle kesintiye uğramaktadır.

1.4.4. Post-Keynesyen Yaklaşım

Neo-klasik iktisadın piyasadaki kararların o anda ve yanılığsız verildiği temel varsayımlarına karşı, Post-Keynesyen iktisatçılar fertlerin gelecek beklentilerinin farklı olması nedeniyle, alınan kararların da farklılaşacağı görüşünü savunmaktadır. Post-Keynesyen iktisatçılar ayrıca, iktisadi kararların tarihsel süreç içinde oluştuğunu belirtmektedirler. Yani ekonomideki her türlü işlemin gerçekleşmesi için belli bir zaman diliminin geçmesi beklenilmektedir. Bu noktada geçmişin bilinebilir olmasına rağmen geleceğin bilinemez olması, iktisadi kararları alan ve uygulayan fertlerin de sıklıkla hata yapacağı anlamını taşımaktadır.

Post-Keynesyen iktisatçılar geleceğin bu belirsizliğinden ötürü yatırımların da istikrarsız yönüne dikkat çekmişlerdir. Böylesine bir yapıda finansal serbestleşme sonucu spekülâtif kararlar ortaya çıkacak ve beklentileri değiştirerek yatırımların kalitesini ve miktarını düşürecektir (Atamtürk, 2007: 82).

Post-Keynesyen iktisadın bir başka eleştiri noktası ise gelişmekte olan ülkelerdeki finansal sistemlerde yoğunlukta olan kredilendirme mekanizması ile ilgilidir. Bu ülkelerde sistemin etkin olarak işlemesi için devlet kontrolünde belirli kurumsal düzenlemelere ihtiyaç vardır. Bu iktisatçılara göre finansal sistemin etkili

işlemesi adına önemli bir gösterge olan istikrarlı ve görece düşük faiz oranlarının sürdürülebilirliği için belirli oranlarda finansal baskı gerekli olmaktadır (Rodoplu, 2004: 133). Post-Keynesyen yaklaşımın piyasaların kırılmasını önlemek amacıyla finansal baskı önermesi, finansal serbestleşmeyi temel kırılma olarak görmesi, iki yaklaşım arasındaki temel ayrım noktalarından birisidir.

Post-Keynesyen iktisatçıların finansal serbestleşme uygulamalarına bir başka eleştiri noktası ise efektif taleple ilgili olarak atıl kapasitenin olduğu bir ekonomide mevduat faizlerinde meydana gelen bir artış ilk olarak mevduat ve kredi arzını artıracaktır ve sonrasında mevduat ve kredi arzındaki artışa bağlı olarak faiz oranları düşecektir. Faiz oranlarındaki bu düşüş, yatırımları ve tüketimi artıracak ve sonuçta yurtiçi hâsılda bir artış meydana gelecektir. Hâsıladaki artış yurtiçi tasarrufu artıracak ve tasarruf paradoksuna neden olacaktır. Tasarrufların artması yurtiçi harcamaları ve toplam hâsılayı azaltacaktır. Bu gelişme sonrasında firmaların karlılıkları ve yatırımları azalacaktır. Bu kötümser konjonktür tekrardan yatırımları azaltacak ve hasıla düşecektir.

1.4.5. Spekülatif Gelişme Modeli Yaklaşımı

Spekülatif Gelişme Modeli 1995 yılında Post-Keynesyen ve Neo-Keynesyen yaklaşımların bir sentezi olarak Grabel tarafından geliştirilmiştir. Grabel'e göre gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal serbestleşme programları spekülatif etkileri içeren iktisadi büyümelere yol açmaktadır (Dinç, 1999: 156).

Daha öncelerde de bahsedildiği gibi gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal serbestleştirme programlarının dört bileşeni vardır. Bunlar; reel mevduat ve kredi faiz oranlarının piyasa düzeyine yükselmesi, mevcut finansal kurumların serbestleştirilmesi, yeni finansal piyasaların, kurumların ve araçların yaratılması ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Uygulanan bu değişimlerin ekonomi politikası üzerinde önemli bir arz ve talep etkileri görülmektedir. Finansal serbestleşmenin talep tarafında yarattığı önemli değişikliklerden ilki yüksek kredi faizlerinin riskli yatırımcıları avantajlı kılmasıdır. İkinci etkisi, kurumsal yeniliklerin kısa vadeli spekülatif yatırımlar için yeni fırsatlar yaratmasıdır. Ortaya çıkan bir

diğer önemli etki ise, oluşan kısa ve uzun faiz farkı sonucunda spekülâtif yatırımlar lehine ortam yaratılmasıdır.

Finansal serbestleşmenin talep üzerindeki etkilerinin yanı sıra önemli arz etkileri de vardır. Finansal serbestleşme sonrası oluşan yeni kurumlar ödünç verenlerin bekleyişlerinin değişmesine neden olur. Bekleyişlerdeki değişmeler ve yeni araçlar sonucu, kredi tayinlaması azalabilir ve denge faiz oranı değişebilir. Bu gelişmenin bir diğer sonucu ise, iktisadi yapıdaki toplam riskin de değişmesine neden olmasıdır. Ani değişen faiz oranları spekülâtif yatırım projelerini diğer projelerden daha uygun hale getirebilir. Bir diğer yönüyle spekülâtif bekleyişlerdeki olumsuz bir değişme, kreditorlerin beklenen getirisini düşürecektir. Beklenen getirinin düşmesiyle kredi arzı da azalacaktır.

Arz kaynaklı meydana gelecek önemli değişikliklerden birisi de, finansal kurumların rekabetçi baskılar altında kalmaları olarak gösterilebilir. Bu finansal kurumlardaki rekabetçi baskılar, pek de verimli ve etkin olmayan yatırım projelerinin uygulanmasına neden olacaktır. Sonuçta finansal serbestleşme politikaları, menkul değerlerin fiyatlarının spekülâtif olarak değişmesine, yüksek faiz oynaklıklarına ve yatırımların reel sektörden finans sektörüne kaymasına neden olacaktır.

1.5. FİNANSAL SERBESTLEŞME UYGULAMALARI

Finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik ilk uygulamalar gelişmiş ülkelerde yurtiçi finans piyasalarının serbestleştirilmesiyle başlamış ve sonrasında sermaye akımlarının serbestleştirilmesine yönelik uygulamalarla devam etmiştir. 1980'lerin ortalarına kadar büyük ölçüde bütün gelişmiş ülkelerde yurtiçi ve yurtdışı finansal serbestleşme tamamlanmış ve tam finansal serbestleşme gerçekleştirilmiştir.

Gelişmekte olan ülkeler de yaşanan benzer süreç içerisinde, yaptıkları kapsamlı düzenleyici reformlarla uluslararası sermaye hareketlerinden daha fazla pay almak ve yatırım fonlarının daha büyük kısmını ülkelerine çekmek istemişlerdir (Özgen, 1998: 54). Dünya finans piyasalarındaki bu fonları çekebilmelerinin yolu, fonlara diğer ülkelerdeki kazançlarından daha yüksekini sunmalarıdır. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkeler yurtiçi finansal piyasalarında uluslararası sermaye en karlı yatırım ortamı sunacak düzenlemeler yapmışlardır.

1980’li yıllardan itibaren gerek gelişmiş ülkelerde gerekse de geliştirmekte olan ülkelerde hayata geçirilen finansal serbestleşme programları büyük ölçüde IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların yönlendirmeleriyle yürütülmüştür. Bu süreçte IMF ve Dünya Bankası’nın geliştirmekte olan ülkelere önerdiği yapısal uyum ve istikrar programlarında geliştirmekte olan ülkelerin finansal gelişmeye önem vermelerini açık bir şekilde vurgulanmasının ve bu gelişmeyi de finansal serbestleşme ile gerçekleştirmesi gerekliliği vurgulanmıştır (Kar ve Tuncer, 1999: 14).

Finansal serbestleşmenin sonuçlarına ilişkin genel olarak şu değerlendirmeler yapılmaktadır; birinci önemli sonucu, serbestleştirme sonrasında yüksek kar arayışları içinde olan büyük miktarlardaki paranın önündeki engellerin kaldırılması, önemli bir bölümü sıcak para olma özelliğine sahip kısa vadeli sermaye hareketlerine büyük bir ivme kazandırmıştır. İkinci sonucu olarak, 1980’lerin sonlarına doğru finansal sermayenin üretim, istihdam ve mal ticareti gibi reel sektör alanlarından kopma süreci hızlanmıştır. Bununla birlikte finansal sermaye plasmanlarının ne üretimi artırdığı ne istihdamı genişlettiği ne de ihracatı teşvik ettiği söylenebilir. Üçüncü önemli sonucu olarak, özellikle kısa vadeli sermaye akımlarının finansal krizlere yol açarak yıkıcı ve derin etkiler yarattığı görülebilir. Yüksek miktarlardaki ani sermaye giriş ve çıkışları döviz kurlarında istikrarsızlık ve ulusal finans piyasalarında kırılganlık ortaya çıkarmakta ve ardından finansal krizler kaçınılmaz olmaktadır (Sönmez, 2003: 218).

Gelişmiş ve geliştirmekte olan birçok ülkede finansal serbestleşme hem uygulanma bakımından hem de sıralama açısından farklılıklar göstermektedir. Öncelikle 1970’li yıllarda ABD, Japonya ve İngiltere’de finans piyasaları sınırlayan düzenlemeleri kaldırmak amacıyla başlatılan yapısal uyum ve istikrar politikaları daha sonra Latin Amerika ve geliştirmekte olan ülkelerde yoğun olarak uygulanmaya başlanmıştır.

Serbestleşme hareketleri içinde ABD’de banka faiz oranları üzerindeki kontroller kaldırılmış, bankacılık ve sermaye piyasalarını birbirinden ayıran sınırlar gevşetilmiş ve bölgesel bankacılıktan ulusal bankacılığa geçilmiştir. İngiltere’de ise 1986’da ‘Big Bang’ olarak da bilinen kararla Londra borsası uluslararası işleme açılmış, yabancı bankaların İngiliz aracı kurumlarının tamamına sahip olabileme

imkânı sağlanmışır (Bilir, 2008: 75). Finansal serbestleşmeyi ilk gerçekleştiren ülkelerden olan Japonya'da ise süreç biraz yavaş işlemiştir.

Finansal serbestleşmeyle ilgili yoğun ve önemli çabalar 1970'li yılların sonlarında Latin Amerika'da da uygulanmaya başlanmıştır. Arjantin ve Şili'de uygulanan politikalarla önce sabit faiz oranları üzerindeki kontroller kaldırılmıştır. Daha sonrasında ise sermaye hareketleri önündeki tüm engeller kaldırılmıştır. Fakat her iki ülkede yaşanan yoğun finansal serbestleşme süreci bu ülkeleri aşırı sermaye girişi ve dış borç sarmalına sokarak ciddi bir krize sürüklemiştir. Ayrıca 1980'lerin başlarında Latin Amerika'daki diğer ülkelerden Meksika, Ekvador, Uruguay gibi ülkeler borç krizinin neden olduğu enflasyon, şiddetli finansal açıklar ve kesilen dış finansmandan sonra ulusal kaynak hareketliliği sağlamak için faiz oranlarını serbestleştirdiler.

Latin Amerika ülkelerinde uygulanan tam finansal serbestleşme politikalarının aksine Güneydoğu Asya ülkelerinde söz konusu süreç oldukça yumuşak ve temkinli geçilmiştir. 1980'lerin başlarına kadar, komşuları Japonya'dan etkilenen Güney Kore ve Tayvan, dünya sermaye piyasalarından kendini uzak tutmuş ve devlet tarafından yönlendirilen finans sistemini sürdürmüştür (Venet, 2003: 35). Finansal serbestleşme sonrasında ise bankacılık ve finans sistemi baskıdan kurtarılmış ve ticari bankalar özelleştirilmiş, yeni finansal araçlar geliştirilmiştir. Finansal serbestleşme politikalarının büyük ölçüde neden olduğu Asya krizinde ise Endonezya, Güney Kore, Malezya ve Filipinler gibi ülkelere aşırı sermaye girişleri olmuştur.

1980'lerin sonlarına doğru başta ABD olmak üzere çoğu gelişmiş ülkelerde büyüme yavaşlamış ve faiz oranları düşmüştür. Yaşanan bu duruma sermayenin gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek getiriye gitmesi neden olmuştur (Ulusoy ve Karakurt, 2004: 24). Bu dönemde gelişmiş ülkelerden çıkan büyük miktarlardaki kısa vadeli sermaye Latin Amerika ve Güneydoğu Asya ülkelerine yönelmiştir. Bu durum gelişmekte olan bu ülkelerin dış kaynak kullanımını artırırken bu ülkelerde makroekonomik göstergeler, sıcak paraya aşırı duyarlı hale gelmiştir. Sıcak paranın ve döviz kuru istikrarsızlıklarının neden olduğu pek çok finansal kriz yaşanmıştır. Meksika (1994), Güneydoğu Asya (1997), Rusya

(1998), Brezilya (1999), Türkiye (1994-2001) ve Arjantin (2001) gibi ülkelerde ciddi finansal krizler görülmüştür (Kar ve Kara,2004: 26).

1.6. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN SONUÇLARI

Finansal serbestleşme teorisini neo-klasik iktisat varsayımlarına dayanarak ortaya atanlar, serbestleşmenin tasarrufları artıracığını ve buna bağlı olarak yatırımların ve iktisadi büyümenin artacağını, finansal maliyetlerin azalacağını, fonların ve kredi olanaklarının iyileşeceğini öne sürmüşlerdir. Oysa son çeyrek yüzyılda yaşanan finansal serbestleşme deneyimleri, finansal serbestleşmeyi iki temel varsayımdan yola çıkarak eleştirilebilir yapmaktadır. Bu varsayımlardan ilki, finansal piyasaların etkin çalıştığı; ikincisi ise, finansal serbestleşmenin tasarrufları dünya ölçeğinde dağıtarak ülkeler arasındaki faiz oranını eşitleyeceği öngörüsü olmuştur. Çoğu ülkedeki finansal serbestleşme süreci finansal pazarların etkin çalışmadığını, finansal piyasaların tasarruf ve yatırımlardan bağımsız hareket ettiğini ortaya koymuştur. Bunların dışında gelişmekte olan ülkelere akan sermaye miktarı arttıkça yatırımların getirisi gelişmiş ülkeler seviyesine inmemiş ülkeler arasındaki yatırımların getirisi yaklaşmamıştır. Yaşanan aşırı dış borçlanma, kamu açıklarının artışı ve kamunun faiz yükünün çok yükselmesi, ekonomilerde sermaye akımının yarattığı borç yükü faiz oranının yükselmesine neden olmuş ve kamunun tasarruflarını düşürmüştür (Yentürk, 1997: 142).

Finansal serbestleşmenin sağlayacağı olumlu sonuçlardan birisi, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle ve ulusal paraların konvertibilite sürecine sokulmasıyla finansal derinliğin artacağı ve ekonomik gelişmenin olumlu yönde etkileneceği beklentisi olmuştur (Alagöz, 2005: 45). Bunun sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişi, bu ülkelere ulusal kaynakların elverdiği düzeyin üzerinde harcama ve yatırım imkânı sağlamıştır. Kaynak kullanımının genişlemesi sonucunda yatırım oranının yükselmesi, ulusal tasarruflarla sürdürebilecek ekonomik büyümenin ötesinde üretim ve gelir artışı sağlanması ve ekonominin daha hızlı büyümesi sonucunu doğurmaktadır.

Finansal serbestleşmenin olumlu görülebilecek bir diğer sonucu ise, ülkelere girişi artacak olan yabancı sermaye, üretimin artmasına, yeni teknoloji ve yönetim

bilgisinin gelmesine, rekabetin güçlenmesine, ülkeye döviz girişinin artmasına, finansal piyasaların gelişmesine katkıda bulunacak olmasıdır. Bir başka söylemle, finansal serbestleşme teorik olarak, ekonominin reel sektörüne uzun dönemli ve düşük maliyetli kaynak bulma imkânı sağlayacaktır.

Finansal serbestleşmenin pek çok ülkedeki finansal piyasalarda oluşan monopol güçleri de azaltacağı iddia edilmektedir. Finansal serbestleşmenin arkasındaki teori, gelişmekte olan ülkelerde tam rekabet piyasası varsayımının işlerliğine dayanmaktadır. Fakat gerçekte gelişmekte olan ülkelerin çoğunda bankacılık sektörü oligopolistik özelliklere sahiptir ve finansal serbestleşme borç verme ve mevduat faiz oranları arasındaki farkın artmasına neden olmaktadır. Bankacılık sistemindeki aksayan rekabet, sistemin ve kredilerin etkin işlemlerini engellemektedir. Sonuçta bu etkinsizlik, güçlü ve etkin kalkınmaya geçişi yavaşlatmaktadır (Çetin, 2010: 146).

Finansal serbestleşme programlarının uygulandığı çoğu ülkede olumsuz olarak gösterilecek sayısız gelişme yaşanmıştır. Bunlardan bir tanesi de, ekonomik birimlerin elde ettiği gelir arasındaki eşitsizliktir. Finansal serbestleşmenin yarattığı finansal ve reel sektörler arasındaki bağlantı kopukluğu, bu kesimlerden gelir elde edenleri de etkilemektedir.

Finansal serbestleşmenin gerektirdiği ekonomik ve yapısal dönüşüm, bu politikaları uygulayan ülkelerin iç ve dış ekonomik yapılarını da olumsuz etkilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerde yasal ve yapısal yetersizliklerle sıklıkla değişen ekonomik politikalar, sermaye hareketliliğindeki süreci etkileyebilmekte ve ülke finansal dalgalanmalara daha açık hale gelmektedir. Finansal serbestleşme sürecine kontrolsüz ve plansız olarak girişen pek çok ülke, bu süreçte karşılaşılabilecek olumsuzlukları dikkate almamış ve sonuçta beklemedikleri ve tedbir alamadıkları sorunlarla karşılaşmışlardır. Ayrıca, söz konusu ülkeler sürekli sermaye girişlerini sağlamak amacıyla reel faiz oranını yerli paranın aşınma oranının üzerinde tutmak zorunda kalmışlardır. Sonuçta Meksika, Rusya, Güneydoğu Asya'da meydana gelen krizler sermaye hareketlerinden beklenen olumlu etkinin kolayca tersine dönebileceğini göstermiş ve sermaye hareketleri ciddi bir şekilde eleştirilmeye başlanmıştır.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİ'NDE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye ekonomisindeki finansal serbestleşme süreci dönemlere ayrıştırılarak incelenecektir. 24 Ocak 1980 kararlarıyla ekonomi politikalarındaki dönüşüm Türkiye ekonomisini analiz ederken dönüm noktası olmuştur. Bu nedenle öncelikle 1980 öncesi planlı dönemin makroekonomik değerlendirmesi yapılacak sonrasında ise sırayla 1980-1989 iç finansal serbestleşme dönemi ve 1990 sonrası dış finansal serbestleşme dönemi incelenecektir.

2.1. 1980 ÖNCESİ PLANLI DÖNEMDE İKTİSAT POLİTİKALARI

Türkiye ekonomisinin 1980 öncesi dönemi gelişme stratejisi, temel olarak yüksek derecede koruma oranlarıyla desteklenen içe-yönelik ithal ikameci sanayileşmeyi hedef alıyordu. İthal ikameci yıllar boyunca birikim süreci piyasadan daha ziyade politikaya ve politikacılara son derece bağımlıydı. Girişimciler piyasa imkânlarına ek olarak devlet ve bürokrasi tarafından sağlanan sübvansiyonlara da dayanarak faaliyette bulunuyorlardı. Böylece iktisadi sistem hem kamu hem özel kesimde ciddi ahlaki tehlike yaratıyor ve rant arama davranışlarını cesaretlendiriyordu (Balkan ve Yeldan, 2002: 10).

İthalata yönelik sanayileşme stratejisini, dış piyasalara açık ve dış piyasaları hedefleyen politikalarla uygulayan ülkeler başarılı olmuşken Türkiye'nin uyguladığı politika ihracatı engelleyici bir kimliğe bürünmüştü. 1973 yılındaki petrol şokunun etkisiyle her çeşit mal ve hizmet kıtlığı çekilirken, döviz krizine girilerek dış borçların ödenmesinde de sorunlar yaşanmıştır (Uçak, 2006: 145). 1973'teki petrol krizi ve yükselen enflasyon Türkiye ekonomisinin döviz darboğazına girmesine katkıda bulunan ve ekonomik krizle sonuçlanan en önemli faktörlerden birkaçı olmuştur.

Dünya çapında ekonomik krizlere ve daralmalara neden olan petrol fiyat şokları 1980 dönemi öncesi krizin temel dış faktörü olarak görülüyordu. Türkiye ekonomisini derinden etkileyen petrol krizinin etkilerinden birisi gittikçe kötüleşen

dış ticaret hadleri olmuş, cari işlemler açıkları ve dış borçluluk çarpıcı bir şekilde yükselmiştir. Ekonomiyi krize götüren iç faktörler ise aşırı değerli Türk Lirası ve iç piyasaların aşırı korunması olmuştur.

Aşırı değerlenen Türk lirası nedeniyle Türkiye ekonomisinde artan ithalatı finanse etmek için üç farklı yol vardı: bunlar döviz kuru, dış borçlanma ve doğrudan yabancı yatırımlar olarak sıralanabilir. 1970'ler boyunca Türkiye ekonomisinde devalüasyondan kaynaklanan uygun döviz kuruna dayalı ilk iki yol kullanıldı. İlk yol olarak dolar karşısında % 66 değer kaybeden Türk Lirasıyla birlikte özellikle yurtdışındaki Türk işçilerinden gelen dövizler ve turizm kanalıyla ihracat artışı sağlanmaya çalışıldı. Tüm bu döviz girişleri 1970'lerdeki döviz rezervlerinin artmasına yardımcı olmuştur.

Bu arada Türk Lirasının dış değerindeki azalış yurtiçi fiyatların yükselmesine sebep olmuştur. Diğer birkaç faktörle birlikte gelen devalüasyon hükümetin olmasını beklediği ekonomik çözüme ulaşılmasını olanaksız hale getirmiştir. Bu zor durumda Türkiye ikinci yolu kullanarak yurtdışı borçlanmaya gitmiştir. Böylece 1960'lardan itibaren yüksek ihracat gelirleri elde ettiği dönem sonunda Türkiye ekonomisi dış borca bağımlı bir ekonomi haline gelmiştir.

1980 öncesinde Türkiye ekonomisi 'finansal baskı' şartlarında tipik bir gelişmekte olan ülke görüntüsü vermiştir. Finansal baskı rejimlerindeki ülkelerde tipik olarak görülen, faiz oranlarının piyasa denge oranlarının altında düzenlenmesi arasına negatif faiz oranlarının görülmesine neden olmuştur. Türkiye'de faiz oranları devlet tarafından belirlenmiştir ve 1940'lı yıllardan beri çok az değiştirilmiştir. 1970'li yıllar boyunca yükselen enflasyon nedeniyle faiz oranları giderek negatif hale gelmiş, mevduat faiz oranları 1970'li yılların sonuna doğru faiz oranları neredeyse -%40'lara kadar düşmüştür.

Tablo 1: Temel Makroekonomik Göstergeler (1975-1980)

GÖSTERGELER	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Enflasyon Oranı (TÜFE)	19,2	17,4	27,1	45,3	58,7	110,2
Reel Faiz Oranı (%)	-10,2	-8,4	-18,1	-33,3	-38,7	-77,2
S/GSMH (%)	19,6	22,5	20,4	17	15,7	16
I/GSMH (%)	22,6	25,7	27,2	24,6	21,6	21,8
Büyüme Oranı (%)	6,05	9	2,99	1,22	-0,5	-2,8
İhracat (Mn. \$)	1.401	1.960	1.753	2.288	2.261	2.910
İthalat (Mn. \$)	4.738	5.128	5.796	4.599	5.069	7.513
Dış Ticaret Açığı (Mn. \$)	-3.337	-3.168	-4.043	-2.310	-2.808	-4.603
İhracat/İthalat (%)	29,6	38,2	30,2	49,8	44,6	38,7
Cari Açık (Mn. \$)	-1.648	-2.029	-3.140	-1.265	-1.413	-3.408
Cari Açık/GSMH (%)	-3,47	-3,78	-5,13	-1,89	-1,73	-4,98
Doğrudan Yatırımlar (Mn. \$)	114	10	27	34	75	18
Toplam Dış Borç Stoku (Mn. \$)	4.291	6.920	10.935	13.925	13.439	16.227
Kısa Vadeli Dış Borç (Mn. \$)	1.035	2.706	6.116	7.176	3.556	721
KKBG/GSMH (%)	4,7	6,7	8,2	3,2	7,2	8,8

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Tablo 1'den görüldüğü gibi 1970'li yılların ikinci yarısından ortaya çıkan finansal baskı sonrasında artan enflasyon oranları negatif reel faiz oranlarıyla sonuçlanmıştır. McKinnon-Shaw hipotezinin de belirttiği gibi, 1970'li yıllarda yetkili otoriteler tarafından belirlenen faiz oranları enflasyon oranlarının artmasıyla birlikte reel faizlerin negatif olmasına yol açmaktadır. Böylece finansal serbestleşme savının doğruluğunun kanıtlanmadığı, negatif reel faizlerin daha düşük tasarrufları doğurduğu ve böylece yatırımlar için yeterli kaynak sağlanamadığı söylenebilir.

Türkiye'de reel faizlerin negatif olması nedeniyle oluşan finansal baskının yanında, uygulanan ithal ikameci makroekonomik politikalar çerçevesinde finansal sektörde yoğun müdahalelerin ve sınırlamaların varlığı da söz konusudur (Akyüz 1990: 63). Yüksek enflasyonla birlikte finansal baskı koşulları iktisadi büyüme ve yatırımlar için olumsuz rol oynamıştır. Döviz gelirlerindeki eksiklik 1970'ler boyunca yatırımlar ve büyüme üzerindeki baskının ana nedenlerinden birisi olmuştur. Döviz darboğazı temelde düşük düzeydeki ihracat seviyesinden ve imalat sanayi sektörünün yatırım malları ve hammadde ithalatına son derece bağımlı olmasından kaynaklanmıştır. Bu dönemdeki sanayileşme hamlesinin dış finans kaynağı ise Batı Avrupa ülkelerindeki Türk işçilerinin döviz gelirleri ve dış borçlanma olmuştur.

1970'li yılların ortalarından itibaren, 1975 ve 1976 yıllarında Türkiye ekonomisi yüksek derecede büyüme oranları yakalamıştır. Yüksek derecedeki büyümeyi uyaran ana etkenlerden birisi özellikle kamu sektöründeki yatırım seviyesinin yükselmesi olmuştur. Bu yatırım patlaması temelde yurtdışı borçlanma ve Türk işçilerinin döviz gelirleri sayesinde gerçekleşmiştir. Yatırımların hızı 1978 yılına kadar devam etmiş ve böylece yatırım malları ithalatı da yükselmeyi sürdürmüştür (Uygur,1993: 8).

Tablo 1'den de görüleceği gibi büyüme hızı 1977 yılında yavaşlamaya başlamıştır. Bu gelişmeye neden olan iki temel faktörden bahsedilebilir. Birincisi, yurtdışındaki borç veren kesim Türkiye'nin hızla büyüyen borçlarının büyüklüğü ve yapısı hakkında endişe duymaya başlamaları ve borç vermeyi durdurmalarıdır. İkinci olarak işçi gelirlerindeki yukarı yönlü seyir 1970'lerin ortalarından itibaren tersine dönmüştür. 1975 ve 1977 yılları arasında yükselen cari işlemler açığı çoğunlukla kısa dönemli borçlanmalarla finanse edilmiş, kısa dönemli borçların finansman içindeki payı 1973'te % 8,3 iken 1977'de % 54'e yükselmiştir (Celasun ve Rodrik, 2002: 35). Bu dönemden itibaren ekonomideki istikrar bozucu neden olarak gösterilen dış borç krizinin sorumlusu olarak, iktisat literatüründe 1973-1974 petrol şokunun gösterilmesi gelenek haline almıştır.

1978-1980 yılları arasında Türkiye ekonomisi büyük bir çıkmazın içine girmiştir. Sanayi sektöründeki reel çıktı ve yatırımlar keskin bir şekilde azalırken işsizlik yükselmiştir. 1979 ve 1980 yıllarındaki ortalama büyüme oranı -% 1,7 olmuştur. 1970-1975 yılları arasında ortalama % 18 olan enflasyon oranı tarihi yüksekliğine ulaşmış ve % 100 seviyesini aşmıştır.

1970'li yılların sonunda iki istikrar programı, birisi 1978 ve diğeri 1979 yılında olmak üzere, IMF gözetimi altında yürürlüğe girmiştir. Bununla birlikte bu programlar tamamlanamamıştır.1970'lerin sonuna doğru Türkiye ekonomisi, döviz kuru krizi, aşırı değerlenmiş döviz kuru, negatif faiz oranı, yüksek enflasyon, işsizlik ve yüksek ve genişleyen dış borçla karşı karşıya kalmıştır (Elitok, 2008: 41). Bütün bu iktisadi problemlerden başka ülke ekonomisi politik karışıklardan da sorun yaşamaktaydı. Hem iktisadi hem siyasi sorunlar 24 Ocak 1980'de açıklanan ve askeri darbeyle pekiştirilen yeni istikrar programının uygulanmasını beraberinde getirmiştir.

2.2. 1980 SONRASI DÖNEM SERBESTLEŞME ÇABALARI

Dünya ekonomisinde ve iktisat literatüründe önemli kuramsal ve politik değişikliklerin ortaya çıktığı 1980 yılı, kaçınılmaz bir şekilde iktisadi-politik etkileşim mekanizmalarının birbirine geçtiği süreçte Türkiye ekonomisini de etkisi altına almıştır. Bir bakıma 1970'lerin sonuna doğru yaşanan makroekonomik bozukluklar ve buna bağlı oluşan iktisadi tıkanmalar ve krizler, 1980 yılı dünya konjonktüründen etkilenilerek giderilmeye çalışılmıştır. Thatcher ve Regan'lı iktisadi-politik serbestleşme rüzgârı bu yıllardan itibaren Türkiye'de de kendisini fazlasıyla hissettirmiştir. 24 Ocak 1980 kararları da bu rüzgârdan etkilenilerek ve yaşanan krizlere-tıkanmalara bir çözüm olması beklentisiyle iktisadi ve politik anlamda oluşturulan yeni dünya düzenine eklemlenme süreci olarak da değerlendirilmelidir. Bununla birlikte sözü edilen bu istikrar programı ülke ekonomisine paralel olarak, IMF ve Dünya Bankası tarafından gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda uygulanmış iktisadi-politik sonuçları etkilemiş ortodoks istikrar ve yapısal uyum programlarını da kapsamaktadır.

24 Ocak istikrar kararları olarak da Türkiye ekonomisinin serbestleşme politikaları arasında yerini alan bu iktisadi-politik süreç yapısal büyük bir dönüşümü hedefliyordu. Bu hedeflerden önemlileri, ekonominin dış rekabete açılması, yabancı sermayenin özendirilerek bir bakıma döviz krizinin aşılması, ihracatın teşvik edilerek artırılması, devletin ekonomideki etkisinin ve payının azaltılması, özel sektörün sermaye birikiminin desteklenmesi olarak belirtilebilir. Türkiye ekonomisi açısından tam bir dönüm noktası sayılan bu hedeflerle ülke dışa kapalı ithal ikameci sanayileşme politikasından ihracata dayalı yeni bir sanayileşme stratejisine geçiş yapmıştır.

24 Ocak 1980'de Türkiye IMF ve Dünya Bankası'nın himayesinde oldukça geniş kapsamlı bir serbestleştirme programı yürütmeye başladı. İthal-ikameci sanayileşme politikasından serbest piyasa rejimine geçişi sağlayan bu yapısal yön değiştirme, 1980-83 yılları arasında 12 Eylül 1980 askeri rejimi tarafından piyasaya sürülmüş ve ülkedeki sivil ve politik engellerin dışında emekçiler üzerinde de büyük kısıtlamalar getirmiştir.

24 Ocak programının başlangıç aşaması ticari ve finansal reformları kapsıyordu. Ticari reform paketi, ithalat üzerindeki tüm miktar kontrollerini, kotaları, lisans sözleşmelerini ve yanı sıra katı döviz kuru kontrollerinin kaldırılmasını hedefliyordu (Günçavdı ve diğerleri, 1998: 42). Vergi indirimleri ve teşvik edilmiş krediler gibi çeşitli önlemler ihracatı artırmak için uygulanmıştı. Ödemeler dengesindeki gelişme, ihracata dayalı büyüme politikası uygulamasının ana hedeflerinden birisi olmuştur.

24 Ocak kararlarının finansal hedefleri ise, finansal baskı rejimi nedeniyle oluşturulmuş dış kaynaklı finansal sınırlamaların kaldırılmasını amaçlamıştır. Bununla birlikte değişik reformlar 1980'li yıllar boyunca uygulanmıştır.1990'lı yıllara gelindiğinde Türkiye ekonomisinde iç ve dış finansal aracılık konusunda çok az kısıtlama kalmıştı ve bu kısıtlamalar da 1990'lı yılların sonuna doğru ortadan kalkmıştır.

24 Ocak kararları ile gerçekçi ve esnek kur politikası uygulamasına geçilerek Türk lirası ABD dolarına göre yüzde 32,7 oranında devalüe edilerek, daha önce 47,10 TL olan dolar kuru 70 TL'ye yükseltilmiştir. Bu devalüasyonla, reel ücretleri düşen tüketicilerin mal ve hizmet talebinin kısılması ve uluslararası mal piyasalarına ucuzlayan yerli malları ihraç eden sektörlerin rekabet gücünün artırılması amaçlanmıştır.

Finansal birikim ve spekülatif büyümenin temelinde finansal serbestleşme yatmaktadır. Madalyonun bir yüzünde finansal piyasaların gelişmesi ve derinlik kazanmasına kilitlenen iç finansal serbestleşme; diğer yüzünde ise kambiyo rejiminin ve sermaye hareketlerinin önündeki engelleri tamamen kaldıran dış finansal serbestleşme yer almaktadır.

Tasarıma göre iç finansal serbestleşme ile finansal baskı kırılarak derinleşme sağlandığı ölçüde, faizde deregülasyon ve sermaye kazancı ile yüksek gelir dilimleri üzerindeki verginin düşürülmesi sayesinde tasarruf hacmi artacak; böylelikle yatırımlar için gerekli kaynaklar sağlanacaktır. Dış finansal serbestleşme ile yabancı sermayenin önündeki engeller kaldırılacak ve ekonomik büyüme hızlanacaktır.

Türkiye ekonomisinde 1983 Aralık'ta çıkarılan 28 sayılı karar ve 1984 Temmuz tarihli 30 sayılı kararın ardından, Ağustos 1989'da yürürlüğe konulan 32 sayılı karar ile tüm döviz işlemleri ve sermaye hareketleri serbest bırakılmıştır. 1990

Şubat tarihindeki 32 sayılı karar kapsamındaki serbestleşmeyi sağlayıcı düzenlemelerdeki bazı eksiklikler giderilmiş ve serbestlik tamama erdirilmiştir. Böylece Türkiye'deki yerleşikler uluslar arası finansal piyasalardan borçlanabilme, yurtdışına yatırım yapabilme ve yurtdışında finansal varlık tutabilme, kendi aralarındaki borçlu-alacaklı ilişkilerinde döviz kullanabilme olanağını elde etmişlerdir. Yerleşik olmayanlar, yurtiçi finansal piyasalara yatırım yapabilme, yurtiçinde borçlanma ve yükümlülük taşıma, yurt dışına kazançlarını transfer edebilme serbestliğine sahip olmuşlardır.

Yurtiçi finansal serbestleşme süreci 1980'li yılların sonuna kadar tamamlayıcı reformların yapıldığı dönem olmuştur. Finansal serbestleşmenin ilk aşaması olan bu dönemin oldukça sancılı olduğu söylenebilir. 1980'lerin ortasındaki kredilerin tahsisi ve mevduat faizlerindeki kontrolün hızla kaldırılması 1982 yılında 'banker krizi' olarak tanımlanan finansal skandala neden olmuştur. Bundan sonraki süre Türkiye ekonomisinde 1990'ların başına kadar yeniden düzenleme ve yurtiçi finansal serbestleşmenin yerleştirilmeye çalışıldığı bir süreç olarak işlemiştir.

1983 yılında, bankerler krizi tarafından tetiklenen finansal piyasaların çökmesi, bir dizi deregülasyon politikasının askıya alınmasına neden olmuştur (Atiyas, 1990: 52). Merkez bankasının ticari bankalar üzerindeki düzenlemesi 1988'e kadar sürmüştür. Deregülasyonların geri dönmesiyle birlikte, bu kontrol edilmiş dönemdeki faiz oranlarındaki azalma, 1987 yılının sonunda enflasyonun birikimli olarak yeniden yükselmesi nedeniyle, yeniden negatif reel faiz seviyeleriyle sonuçlanmıştır. Bu sebepten ötürü para otoriteleri 1988 yılında, ticari bankalara faiz oranlarını serbestçe belirleme iznini verme kararını almışlardır.

1984-1988 döneminde, bankacılık sektörünü desteklemesi için pek çok yeni finansal araç finansal reformlarla birlikte piyasaya tanıtılmıştır. 1985 yılındaki bankacılık kanunu bankacılık sektörünü düzenlemek için atılan en önemli girişim olmuştur. Bu yasa ile birlikte, Hazine, 1999 yılındaki ikinci büyük bankacılık düzenlemesine kadar, bankacılık sektörünü gözeten ve denetleyen temel kurum haline getirilmiştir.

Bankacılık sistemini ve faiz oranlarını yeniden düzenleyen (deregulation) serbestleşme önlemlerine ek olarak, sermaye piyasasıyla ilgili diğer önemli reformlar da yapılmıştır. 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) sermaye piyasasındaki

birincil ve ikincil piyasaları denetlemesi ve gözetlemesi için kurulmuştur. Bunun dışında Merkez Bankası, 1986 yılında bankaların varlık yönetimini kolaylaştırmak için bankalar arası para piyasasını (İnterbank) oluşturulmuştur. Devlet tahvillerinin açık artırma yoluyla haftalık olarak satılması 1985 yılında ve açık piyasa işlemlerinin yürütülmesi de 1987 yılında başlamıştır (Gezici, 2007: 153).

İMKB 1986 yılında yaklaşık 80 firmanın hisse senetleriyle açılmış ve menkul kıymetler borsasına katılımı teşvik amacıyla firma sahiplerine ve hissedarlara çeşitli vergi indirimleri sağlanmıştır. Dış finansal serbestleşmenin ilk adımı ise 1980'li yılların ortalarında uygulanmıştır. Döviz kuru rejimi kısmi olarak 1984 yılında serbestleştirilmiş, ticari bankalara yerleşiklerden döviz mevduatı almaları izni verilmiş ve 1985 yılında döviz kurunu piyasada serbestçe belirlemeleri sağlanmıştır.

Tablo 2: 1980-1984 Döneminde Makro Ekonomik Göstergeler

GÖSTERGELER	1980	1981	1982	1983	1984
Enflasyon Oranı (% TÜFE)	110,2	36,6	30,8	31,4	48,4
Reel Faiz Oranı (%)	-77,2	-1,6	19,2	13,6	-3,4
Tasarruf/ GSYİH (%)	16	18,3	17,1	16,5	16,5
Yatırım/ GSYİH (%)	21,8	19,8	19,2	20,1	19,3
Büyüme Oranı (%)	-2,8	4,8	3,1	4,2	7,1
İhracat (Mn. \$)	2.910	4.703	5.890	5.905	7.134
İthalat (Mn. \$)	7.513	8.567	8.518	8.895	10.138
Dış Ticaret Açığı (Mn. \$)	-4.603	-3.864	-2.628	-2.990	-3.004
Cari Açık (Mn. \$)	-3.408	-1.936	-952	-1.923	-1.439
Cari Açık / GSYİH (%)	-4,98	-2,71	-1,48	-3,18	-2,43
Doğrudan Yatırımlar (Mn.\$)	18	95	55	46	113
Dış Borç Stoku (Mn. \$)	16.227	17.041	17.619	18.385	20.659
İç Borç Stoku (Bin TL)	721	991	1.341	3.173	4.634

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı ve TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Tablo 2'ye bakıldığında 24 Ocak istikrar programının en önemli hedeflerinden olan enflasyonun kontrol altına alınma isteğinin başarılı olduğu görülmektedir. 1980 yılında % 110,2 olan enflasyon oranı 1984'e gelindiğinde % 48,4'e gerilemiştir. Türk Lirası'nın değerinin düşürülmesi dış ticaret üzerinde etkisini

göstermiş ve ihracatın artması dış ticaret açıklarını azaltmıştır. Yine bu dönemde cari açığın azalarak milli gelire oranı % 5 düzeyinden % 2,4 seviyesine indiği görülmektedir. İstikrar programının başarısını azaltan bir etken iç borç stokunun giderek artması olmuştur. 1980 yılında 721 bin TL'den 1984 yılında 4,5 milyon TL'nin üzerine çıkmıştır.

1983-1987 yılları arasında ihracat gelirleri yıllık ortalama % 10,8 artış göstermiş ve bu dönemde yurt içi hâsıla da yıllık ortalama % 6,5 büyümüştür. Bu nispeten olumlu gelişmelere rağmen bu yılları, askeri rejim tarafından örgütlenmiş emek piyasasına karşı muhalif önlemler yoluyla ve 1980 istikrar paketiyle birlikte ücret gelirlerinin erimesinin devam ettiği yıllar olarak da tanımlamak gerekmektedir. Ücretlerin baskılanması hem düşük üretim maliyetleri hem de yurtiçi talebi daraltan bir araç olmuştur. İmalat sanayideki ücretli emeğin payı 1977-1980 yıllarında ortalama % 35,6 iken 1988'de ortalama %20,6'ya düşmüştür. Aynı dönemde özel imalat sanayinde ortalama mark-up oranları ise % 31'den % 38'e yükselmiştir (Boratav ve Yeldan, 2001: 29).

1980'li yılların başında GSMH' nin %9'una ulaşan kamu kesimi borçlanma gereği, 1981-1982 yıllarında % 3,5 oranına gerilemişken bu dönemde cari işlem açıkları da GSMH' nin %5'i seviyelerinden % 2,4'lere düşmüştür. 1983-1987 periyodundaki birikimli büyüme dönemi süresince iyileşen kamu ve dış hesapları sayesinde yurtiçi tasarruf ve yatırım arasındaki fark yönetilebilir boyutta kalmıştır. Bununla birlikte ticarete konu olan sektörlerle karşı toplam sabit yatırımların bileşimine göre ters gelişmeler de görülmüştür. Gerçekte özel sektörün sabit yatırımları yaklaşık % 14 oranında artış gösterse de bu miktarın küçük bir oranı imalat sanayine yönlendirilmiştir.

Özel yatırımlardaki genişlemenin çoğu 1983-1987 boyunca yıllık ortalama %24,5 oranında genişleyen konut yatırımlarındaki bir itişten kaynaklanmıştır. Bu sonuç sanayileşme çabasına karşı önemli bir anormalliği ifade etmekteydi. İhracata yönelik sanayileşmenin hedeflendiği bir dönemde, bu politikanın fiyat ve devlet desteği yoluyla imalat sanayi ihracatını artırması beklenirken, yatırımların dağılımı imalat sektörü için bir azalış trendini ortaya koymuştur (Boratav ve Yeldan, 2001:32). İmalat sanayi ihracatına yönelik ifade edilen dış ticaret hedefleri ile

gerçekleşen imalat sanayiden uzak birikim deseni arasındaki uyumsuzluk dönemin büyüme yapısındaki eksikliklerin başlıca nedenlerinden birisini oluşturmuştur.

1980'lerdeki etkileyici ihracat yükselişleri, temelde sözü geçen on yıl boyunca oluşturulan üretken kapasitelere dayanmıştır. Böylece kapasite kısıtları ve sınırlanmış teknolojik gelişmeler, 1989-2000 dönemindeki imalat sanayindeki ihracat büyümesinin hızının kesilmesine katkıda bulunmuştur.

Ücret baskılarına dayanan, ulusal paranın değerini düşüren ve son derece yüksek ihracat teşvikleriyle desteklenen ihracata yönelik büyüme patikası, 1988 yılında politik ve iktisadi sınırına ulaşmıştır. Bununla birlikte 1988 yılının sonlarına doğru bu modeli sürdürmek neredeyse imkânsız hale gelmiştir. Bu kör düğümden çıkış yolunun 1989 Ağustos'unda sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi olduğu anlaşılmıştır. Bunun sonucu olarak 1990 yılının başlarında Türk Lirasının tam konvertibilitesi gerçekleştirilmiştir.

2.2.1. 1980-1989 Dönemi

Türkiye ekonomisinde 1980'li yılların başından itibaren uygulanan serbestleşme süreci 1980'li yılların sonuna doğru etkisini kaybetmiş ve ekonomi büyük bir çıkmaza girmiştir. 1989 yılına kadar uygulanan serbestleştirme politikaları, görece dışa açılmaya yönlendirilmiş ve artık reel üretim sektörü yerine finans ve kambiyo alanlarını kapsayan yeni politikalar hedef halini almıştır. Finansal serbestleşme modelinin ve uygulamalarının eksik olan son aşaması 1989 yılında Türk Parası Kıymetini Koruma hakkında çıkartılan 32 sayılı karar ile Türk Lirası'nın tam konvertibl (yabancı paralar karşısında tam dönüştürebilir) duruma getirilmesiyle tamamlanmıştır.

32 Sayılı kararın ilk maddesinde belirtilen; *“Türk parasının kıymetini korumak amacıyla, Türk parasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesine, menkul değerler ve diğer sermaye piyasası araçları dahil olmak üzere döviz ve dövizi temsil eden belgelere ilişkin tüm işlemler ile dövizlerin tasarruf ve idaresine, menkul değerler ve diğer sermaye piyasası araçları dahil olmak üzere Türk parası ve Türk parasını temsil eden belgelerin ithal ve ihracına, kıymetli madenlere bedelsiz ithal izni vermeye, ihracata, ithalata, görünmeyen işlemlere ve sermaye hareketlerine ilişkin kambiyo işlemlerine ait düzenleyici esaslar bu karar ile tayin ve tespit edilmiştir.”* (Resmi Gazete, 11.08.1989)

açıklamasıyla ekonominin içinde bulunduğu döviz darboğazı aşılacak istenmiştir. Bugün de yürürlükte olan 32 sayılı karar, Türkiye’de kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleriyle birlikte mali piyasaların serbestleşmesinde son adımdır. 32 Sayılı kararın ekonomik karar birimlerin açısından getirdiği yenilikler ise aşağıda sıralanmıştır (Yentürk ve diğerleri,2004: 42) :

- Türkiye’de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiçbir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler.
- Türkiye’de yerleşik kişiler, Türkiye’de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları döviz ülkeye getirebilirler.
- Yurtdışında yerleşik kişilerin İMKB’de kota edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri, Merkez Bankası tarafından alım-satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvillerini alıp satmaları ve bu kıymetlerin bedellerini yurtdışına transfer etmeleri serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurtdışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir. Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışından menkul kıymet getirmeleri ya da yurtdışına menkul kıymet çıkarmaları serbesttir.
- Yurtdışından döviz kredisi almak serbesttir. Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin Türk Lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin ana para ve faizleri Türk Lirası veya döviz olarak transfer etmeleri serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları, döviz transfer ettirmeleri ve yurtdışına Türk Lirası göndermeleri serbesttir.

32 sayılı kararın hayata geçirilmesiyle 1989 yılından itibaren Türkiye mali bakımdan dünyanın en liberal ülkelerinden biri olmuştur (Arın, 2003: 578). Bu sürecin sonunda 1990 yılının başlarında IMF kendi ölçütlerine göre TL’yi konvertibiliteye geçmiş olarak kabul etmiştir (Boratav, 2003: 179). Yasal ve

kurumsal açıdan, takip ettiği liberal ekonomik politikalar sonucu Türkiye ekonomisinin 1989 sonrası finansal olarak dışa açık bir yapıya kavuştuğu ve uluslararası karşılaştırmalarda “yüksek derecede finansal entegrasyona” veya “yüksek derecede finansal açıklığa” kavuştuğu şeklinde kategorize edildiği söylenmektedir (Arın, 2000: 261). Bunun gelişmekte olan ülkeler kadar gelişmiş ülkelerle yapılan karşılaştırmalarda da söz konusu olduğunu ifade etmektedir.

Türkiye ekonomisinde makroekonomik ve politik istikrarsızlıklar sürerken, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ‘vakitsiz ve erken’ olduğu da tartışılmıştır (Cizre-Sakallıoğlu ve Yeldan, 2000: 482). Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi yönünde alınan erken karar, Kasım 1983 ve Kasım 1987 seçimlerindeki başarılı sonuçları Mart 1989 yerel seçimlerinde kaybeden iktidar partisinin (ANAP), seçmen desteğini ve popülaritesini yeniden kazanmak için ortaya koyduğu bir karşı reaksiyon olarak değerlendirilmektedir (Alper ve Öniş, 2001: 207). Diğer bir ifadeyle sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinde reel ücretlerin daha fazla baskı altında tutulamayacağına anlaşılması ve büyüme hızının da 1980’lerin ikinci yarısında azalmaya başlaması, dış kaynak girişlerini çoğaltarak ekonomiyi canlandırma amacının önemli bir rol oynadığı ileri sürülmektedir (Yeldan, 2001a;42).

Bu karşı reaksiyon, sermaye girişi ile ekonomik büyümenin hızlandırılacağı, istihdamın arttırılacağı ve enflasyonun önüne geçileceği beklentisiyle oluşturulmuştur. Bu hedefler çerçevesinde kısa vadede de olsa, yurt dışından daha fazla sermaye çekilerek ithalatın finansmanı sağlanmış, yurt içi yatırım ve tüketim canlanmıştır. Sermaye girişleriyle birlikte TL’deki reel değer artışlarından enflasyonun azaltılması amaçlanmıştır (Alper ve Öniş, 2001: 207).

Tablo 3: 1985-1989 Döneminde Makro Ekonomik Göstergeler

GÖSTERGELER	1985	1986	1987	1988	1989
Enflasyon Oranı (% TÜFE)	45,0	34,6	38,8	73,7	63,3
Reel Faiz Oranı (%)	10,0	13,4	13,2	10,2	-4,5
Tasarruf/ GSYİH (%)	18,9	21,9	23,9	27,2	22,1
Yatırım/ GSYİH (%)	20,1	22,8	24,6	26,1	22,5
Büyüme Oranı (%)	4,3	6,8	9,8	1,5	1,6
İhracat (Mn. \$)	7.959	7.457	10.190	11.662	11.625
İthalat (Mn. \$)	11.003	10.559	13.463	13.545	15.923
Dış Ticaret Açığı (Mn. \$)	-3.044	-3.102	-3.273	-1.883	-4.298
Cari Açık (Mn. \$)	-1.013	-1.465	-806	1.596	938
Cari Açık / GSYİH (%)	-1,51	-1,95	-0,94	1,76	0,89
Doğrudan Yatırımlar(Mn. \$)	99	125	115	354	663
Dış Borç Stoku (Mn. \$)	25.476	32.101	40.428	40.722	41.751
İç Borç Stoku (Bin TL)	6.972	10.514	17.218	28.458	41.934

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı ve TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Tablo 3'e bakıldığında enflasyon oranının özellikle 1988 ve 1989 yıllarında yeniden yükseldiği görülmektedir. Bunun nedeni olarak 1983 yılındaki seçimlerin ardından Başbakan Özal'ın makroekonomik politikaları iç talebi arttırmak için genişletici yönde uygulaması gösterilebilir. Ekonomik durgunluğu aşmak ve yüksek büyüme oranları sağlamak için genişletici ve popülist iktisat politikaları tercih edilmiştir. Bu politikaların sonucunda enflasyon oranı 1988 yılında % 73,7 ve 1989 yılında % 63,3'e kadar yükselerek 1980 yılından sonra en yüksek değerlerine ulaşmıştır.

Büyüme oranlarında ise istikrarsız bir gelişim gözlenmektedir. 1987 yılındaki son 10 yılın en yüksek büyüme oranından sonra % 1,5 seviyesine düşmüştür. Böylece yüksek enflasyon pahasına yüksek büyüme oranı uzun dönemli olarak sağlanamamıştır. Bu yılların bir diğer özelliği kamu harcamalarındaki artışın, özelleştirme gelirleriyle finanse edilemediği kısmının borçlanmaya gidilerek desteklenmesi olmuştur. Bu gelişme sonucunda iç ve dış borç stoku ciddi oranda yükselmiştir.

24 Ocak 1980 kararlarının ihracat gelirlerini artırma konusundaki tedbirlerinden olan devalüasyonların yapılması, ihracat kredileri, vergi avantajları, gümrük muafiyeti gibi uygulamalar sonucunda ihracat gelirleri önemli ölçüde artmıştır. 1980 yılında yaklaşık 3 milyar dolar olan ihracat, 1989 yılına gelindiğinde 12 milyar dolara yaklaşmıştır.

Diğer taraftan, 1986 yılından beri, iç borçlanmayla finanse edilen mali açıklar giderek artan bir seyir göstermiştir. Yerel yönetim ve KİT'lere yapılan bütçe transferleri ve zamanla bu kuruluşların iç borçlanmalara gitmesi, yurt içi faiz oranlarının yükselerek özel sektör yatırımlarının dışlanmasıyla sonuçlanmıştır. Özel sektör yatırımlarının artırılması için ek kaynakların bulunması gerekliliği bu dönemde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle istenilen hedeflere ulaşabilmek için bir fırsat sunmuştur (Alper ve Öniş, 2001: 208).

Yeldan ve Boratav (2002)'a göre Türkiye ekonomisinin dışa yönelik serbestleştirme çabalarının başlatıldığı 1980 sonrası dönem iki aşamadan oluşmaktadır: 1981-1989 ve 1990-2000 dönemleridir. Bu iktisatçılar ilk aşamanın özelliklerini sermaye hareketlerinin düzenlendiği ve kontrollü döviz kuru dalgalanmasıyla birlikte ithalat serbestliğinin aşamalı olarak gerçekleştirildiği ve ihracat teşviklerinin güçlü devlet desteğiyle yapıldığı dönem olarak özetlemişlerdir. İkinci dönem ise iç ve dış istikrarsızlığın yükseldiği, sıcak para hareketlerine bağımlı ve popülizme kayan bir aşama olarak tanımlanmıştır.

Bununla birlikte 1980 yapısal uyum programı tamamıyla uygulanmadığı ve gerekli yapısal reformlarla birlikte oluşturulmadığı için finansal serbestleşme erken reform olarak görülmektedir. Diğer pek çok gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde finansal açıklık mali ve yapısal reformlarla birlikte yapılırken, Türkiye'de durum böyle olmamıştır (Celasun ve Denizler, 1999: 21) Finansal serbestleşme uygulamalarına 1980'lerin sonuna doğru yaklaşık % 70'lere yükselen ve kronikleşen enflasyon altında başlanmıştır. Kalıcı bozuk kamu maliyesi nedeniyle bu durum 1990'lar boyunca devam etmiştir. Bununla birlikte sermaye hesabının serbestleştirilmesi zamanı da politik ve makroekonomik istikrarsızlıklar yaşayan Türkiye ekonomisinde doğru şekilde belirlenmemiştir.

1989 yılında yapılan değişikliklerle amaçlanan ekonomik büyümeyi hızlandırmak, istihdamı artırmak ve enflasyonu düşürmek olmuştur. Sermaye

hesabının ticari serbestleştirme ile uyumlu bir şekilde serbestleştirilmesi, en azından kısa dönemde dışarıdan sermaye girişlerini cezp ederek bu amaçlara ulaşmada yardımcı olmuştur (Alper ve Öniş, 2000: 25).

2.2.2. 1989-1999 Dönemi

Sermaye hesabının serbestleştirilmesiyle yabancı sermaye hareketleri üzerindeki tüm kontroller ve denetimler kaldırılmış, Türkiye ekonomisinde finansal piyasalar kısa vadeli sermayenin spekülasyonuna açılmıştır. Böyle bir yapıda, TCMB ulusal piyasalarda döviz kuru ve faiz oranlarını birbirinden bağımsız bir biçimde kullanabilme olanağını yitirmiş, ulusal piyasalar kısa vadeli spekülatif yabancı sermayenin kontrolüne girmiştir (Yeldan, 2001: 191). Özellikle temel makroekonomik göstergelerde tam bir iyileşme sağlanmadan bütçe açıklarının ve yüksek enflasyonun olduğu bir ekonomik atmosferde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, 1989 sonrasında yaşanan ekonomik sorunların oluşumunda önemli bir rol oynamıştır. 1989 sonrası finansal piyasalardaki serbestleşme ile hükümetin ekonomiye makroekonomik politikalarla yön vermesi zayıflamıştır. Diğer yandan Türkiye’de açık ve serbest bir ekonominin gerektirdiği yasal ve kurumsal düzenlemeler yeterli değildir. Yasal olarak dışa açık bir finansal yapıyla beraber tutarsız makroekonomik politikaların uygulanması, Türk ekonomisinin istikrarının yabancı sermaye giriş çıkışlarındaki spekülatif hareketlerle ciddi anlamda tehlikeye atılmış olduğunu göstermektedir (Arın, 2000: 270). Böyle bir ortamda yaşanan finansal serbestleşme deneyimi Türkiye’yi 1994 kriziyle karşı karşıya bırakmıştır.

Bunların yanında Türkiye ekonomisi, 1990’lı yıllara önceki dönemlerin neden olduğu önemli miktarlara ulaşan borç birikimlerini miras alarak başlangıç yapmıştır. Devletin yaptığı harcamalar ve borçlanma alışkanlığı bu dönemde de artarak sürdürülmüştür. Bu zaman kesitinde konsolide bütçe ve kamu kesimi açıkları ile bağlantılı olarak finansman ihtiyacı giderek artmış, iç ve dış borç servislerinin miktarı artmıştır. Ekonominin bu döneme ait ana özellikleri; açıklar, hızlı borçlanma, giderek boyutları genişleyen kayıt dışılık ve rant ekonomisi olarak tanımlanmaktadır. Türkiye ekonomisinin makro dengeleri, bu olumsuz koşullar nedeniyle gün geçtikçe daha da bozulmuştur.

Tablo 4: 1990-1995 Döneminde Makro Ekonomik Göstergeler

GÖSTERGELER	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Enflasyon Oranı (% TÜFE)	60,3	66,0	70,1	66,1	106,3	88,1
Reel Faiz Oranı (%)	-0,9	6,7	4,1	8,6	-10,7	3,2
S/GSMH (%)	22	21,4	21,6	22,7	23,1	22,1
I/GSMH (%)	22,6	23,7	23,4	26,3	24,5	24,0
Büyüme Oranı (%)	9,4	0,34	6,4	8,14	-6,08	7,95
İhracat (Mn. \$)	12.959	13.593	14.715	15.345	18.106	21.636
İthalat (Mn. \$)	22.535	20.883	22.791	29.426	22.273	34.788
Dış Ticaret Açığı (Mn..\$)	-9.576	-7.290	-8.076	-14.081	-4.167	-13.152
İhracat/ İthalat	57,5	65,1	64,5	52,1	81,2	62,2
Cari Açık (Mn.. \$)	-2.625	250	-974	-6.433	2.621	-2.339
Cari Açık/ GSMH	-1,74	0,17	-0,62	-3,60	1,99	-1,38
Döviz Kuru (\$/TL)	2.608	4.171	6.872	10.984	29.608	45.845
Doğrudan Yatırımlar (Mn.\$)	684	810	844	636	608	885
Portföy Yatırımları (Mn.\$)	681	714	3.165	4.480	1.123	703
Özelleştirme (Mn.. \$)	486	244	423	566	412	572
Dış Borç Stoku (Mn. \$)	49.035	50.489	55.592	67.356	65.601	73.278
İç Borç Stoku (mil. TL)	57.2	97.6	194.235	357.35	799.31	1.361.00
KKBG/GSMH	7,3	9,9	10,5	10,2	6,2	5,0

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı ve TÜİK verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Tablo 4'te 1990'lı yılların ilk yarısına kadar makroekonomik gelişmelere ilişkin göstergeler yer almaktadır. Tablo 4'ten de görülebileceği gibi finansal serbestleşmenin tamamlandığı ilk yıllar Türkiye ekonomisinde istikrarsız bir dönem yaşanmasına neden olmuştur. Başta ekonomik büyüme olmak üzere, yüksek enflasyon ve buna bağlı oluşan reel faiz oranları, artan cari açık ve bunun temelini oluşturan kamu kesiminin tasarruf-yatırım dengesizliğini gösteren kamu kesimi borçlanma gereğinin milli hasılaya oranındaki artışlar ekonomideki istikrarsız yapının en önemli göstergeleri olmuştur.

1987 yılından sonra kötüleşmeye başlayan makroekonomik ortamda, 1990'lı yıllarla birlikte döviz, para ve sermaye piyasaları arasında ciddi bir hızda yer değiştirebilen fon hareketleri yaşanmaktadır. Hükümet artan harcamalarını karşılamak için iç ve dış piyasalardan borçlanmaya gitmiş rahat borç bulabilmek amacıyla da faiz oranlarını arttırmıştır. Dış borç stoku yükselirken, iç borç stokundaki artış, iç borçlanma senetlerinin getirilerinin yükseltilmesi ve bunların

vergilerden muaf tutulmasıyla daha da büyük oranlarda gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler bir kısır döngü içerisinde devam ederek kısa vadeli borçların ödenebilmesi için yeniden borçlanma yolu seçilmiş, “borç borçla ödenir” hale gelmiştir. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG) / Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH), 1991’de yüzde 9,9’dan 1992’de 10,5’e yükselmiş 1993’te ise 10,2 olarak gerçekleşmiştir.

Bu dönemde cari işlemler açığı da ciddi boyutlara ulaşarak dönemin en yüksek cari açığı 1993 yılında gerçekleşmiştir. Dış ticaret açığı sürekli yükselirken, cari açık da 1993 yılında 6,4 Milyar \$’a kadar çıkmıştır. İhracat bir önceki yıla göre yüzde 4,3 artarken ithalat yüzde 28,7 artmıştır. İç pazar hızla genişleyince her türlü mala olan talep artmıştır (Tokgöz, 2001: 236). 1993 yılında dış borçların artmasındaki önemli faktörlerden birisi de bu aşırı tüketim ve ithalat olmuştur. Türkiye ekonomisini ciddi bir finansal krize götürecek bu gelişmeler, 1989 yılından beri uygulanan yüksek faiz ve ithalatı teşvik edip ihracatı kısıtlayan aşırı değerli Türk Lirası nedeniyle kısa vadeli yabancı sermaye girişine dayanan borçlanma politikası ve OECD ülkelerinde yaşanan durgunluk ve fiyat istikrarının ithalatı cazip hale getirmesine bağlanabilir (Tokgöz, 2001: 237)

Tablo 5: Türkiye Ekonomisi’nde Sermaye Hareketleri (1989-1998) (Mn. \$)

Yıllar	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	Portföy Yatırımları	Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	Doğrudan Yabancı Yatırımlar	Toplam Sermaye Hareketleri
1989	-584	-584	-685	663	780
1990	3	3	-210	700	4.037
1991	-3.02	-3.02	-783	783	-2.397
1992	1.396	1.396	-938	779	3.648
1993	3.054	3.054	1.37	622	8.963
1994	-5.127	-5.127	-784	559	-4.194
1995	3.713	3.713	-79	772	4.643
1996	5.945	5.945	1.636	612	8.763
1997	1.761	1.761	4.788	554	8.737
1998	2.601	2.601	3.985	573	448
1999	759	759	345	138	4.671

Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Tablo 5'ten görülen bir başka makroekonomik istikrarsızlık ve Türkiye ekonomisi için kırılma noktası cari açık ve dış ticaret boyutunda ortaya çıkmaktadır. 1980'lerin sonuna doğru fazla veren cari işlemler hesabı 1990'dan itibaren bozulmuş ve eksi bakiye vermeye başlamıştır. Finansal serbestleşme ile birlikte 1990'lı yıllardan itibaren sıcak para girişleriyle reel olarak değerlendirilmeye başlayan Türk Lirası'nın dış ticaret dengesinin bozulmasında ve cari açık miktarlarının artmasında payı oldukça büyüktür. Türkiye'nin dış pazarlardaki rekabet gücünü azaltan bu süreç nedeniyle Türkiye'nin dış ticaret açığı 14 milyar doları aşmasıyla o yıllarda rekor düzeye ulaşmıştır.

Türkiye'ye 1980'li yılların ortasından itibaren artmaya başlayan uluslararası sermaye girişi, 1990'lı yıllarda katlanarak büyümüş, 1984 yılında 73 milyon dolar olan net sermaye girişi, 1989 yılında 780 milyon dolara, 1996 yılında 8,763 milyar dolara yükselmiş, 1999 yılında ise yaşanan krizlerin etkisiyle 4,671 milyar dolara düşmüştür. Dünyadaki gelişmelere paralel şekilde, Türkiye'ye bu dönemde giren sermaye içinde kısa vadeli sermayenin ve portföy yatırımlarının payı artarken, doğrudan yatırımların payı gerilemiştir. Bunun doğal sonucu sermaye hareketlerindeki oynaklığın da artmasıdır.

Türkiye ekonomisinde 1989 yılından sonra yurtiçi faizler yurtdışı faizlere oranla yüksek tutularak kısa vadeli sermaye ülkeye çekilmek istenmiştir. Parçalanmış siyasi sistem ve popülist döngülerle nitelendirilen bir ortamda sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin kötü etkileri sonucu, Türkiye bir hayli düzensiz olan kısa vadeli sermaye akışlarını çekebilmiş, DYY'ler ise oldukça düşük seviyelerde kalmıştır (Alper ve Öniş, 2001: 210). 1991 yılında 623 Milyon dolar olan portföy yatırımları 1992 yılında 2,411 Milyar doları bulmuş 1993 yılında ise 4 Milyar dolara yaklaşmıştır. Bu gelişme portföy hareketlerinden bekleneni vermemiş spekülasyon eğilimleri kamçılamıştır. Hükümet portföy yatırımlarını yavaşlatmak ve döviz kurunu arttırmak için faiz oranlarını düşürmeyi denemiştir. 1993 yılının ikinci yarısından sonra özel sektörden gelen baskılarla faiz oranlarının düşürülmesi, döviz kurunun yükselmesine ve sıcak paranın yurt dışına gitmesine yol açarak 1994 krizini hazırlayan önemli etkenlerden biri olmuştur (Alkinoğlu, 1999: 313).

2.2.2.1. 1994 Krizi

Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşme ile birlikte yaşanan derin ve etkili dönüşümün ardından, birbirlerini izleyerek kısa zamanda ortaya çıkan dört büyük finansal kriz yaşanmıştır. 1994 krizi, Kasım 2000, Şubat 2001 ve 2008 dünya krizinin neden olduğu son krizin ortak özelliği finansal serbestleşmenin ertesinde periyodik olarak kendini tekrar etmesidir. Türkiye ekonomisinde 1989 yılından sonra ortaya çıkan bu dört büyük krizin temel nedeni ise, makroekonomik istikrar sağlanmadan ve finansal serbestleşme aşamasına taşıyacak sağlayacak gerekli yasal, kurumsal ve hukuki düzenlemelerin yapılmadan finansal serbestleşme uygulamalarına geçilmesi olarak yorumlanabilir.

1989 yılından itibaren finansal serbestleşmeye uygun iktisadi makroekonomik önlemlerin alınmaması, finansal serbestleşme sürecinde yanlış ve tutarlı olmayan politikaların seçilip sürdürülmesi, finansal serbestleşmenin amacını ulaşılmaz kılıp, başarısını engellemekte ve sürdürülemeyen ve krizlere gebe kalan politikalar ülke ekonomisini hasarlı sonuçlara yol açan finansal krizlere götürmektedir (Keskin, 2008: 115). Türkiye ekonomisinin uzun yıllar taşıdığı mali disiplinin eksikliğine rağmen finansal piyasaları serbestleştirilmesi yurtiçi faiz oranlarını görece olarak yurtdışı faiz oranlarından yukarıya çıkmasıyla sermaye girişlerinin yaşanmasını sağlamıştır.

Finansal serbestleşme uygulamalarının başladığı 1989 yılından sonra sermaye giriş-çıkışlarının yarattığı dış şoklara açık hale gelen Türkiye ekonomisi bu yıldan sonra finansal kırılganlık riskinin tehdidi altına girmiştir. Yurt dışından gelen sermaye girişleriyle birlikte, Türkiye ekonomisinin makroekonomik göstergeleri iyileşiyor ve sorunların kökeni kısa dönemde çözümlüyor görünse de, uzun dönemde istikrarsız ve zayıflayan bir ekonomi durumuna gelmiştir.

1990 yılından sonra artan kamu açıkları ve bu açıkların iç ve dış borçlanma ile finanse edilmek istenmesi, faizler üzerinden sermaye giriş-çıkışını etkilemiş ve makroekonomik dengesizlik yaratmıştır. Yoğun bir şekilde iç borçlanma politikasının izlenmesi, büyük miktarda iç borç faiz ödemesi zorunluluğunu doğurmuş, faiz oranlarındaki hızlı yükseliş bu defa kısa vadeli sıcak paranın ülkeye akmasına sebep olmuştur. TL'nin yabancı paralar karşısında reel olarak değer

kazanması, ihracatı kısarken, ithalatı kolaylaştırmıştır (Bilir, 2006: 89). Sermaye hareketlerindeki bu olumsuz gelişme dış ticaret açığını 14 milyar dolara, cari işlemler açığını ise 6,3 milyar dolara yükselterek, rekor seviyelere ulaştırmıştır. 1990 ve 1993 yılları arasında yaklaşık olarak 25 milyar dolarlık sermaye girişi ekonomiye sabit sermaye yatırımları gibi reel kaynaklar üzerinden değil, bankacılık sektörünün spekülâtif ve rantiyer çabaları üzerinden gelmesi cari açığın rekor seviyeye ulaşmasının en önemli nedeni olmuştur.

1993 yılında çıkarılan kanunlar Hazine'ye TCMB' den kullanacağı kısa vadeli avans miktarının artmasını sağlamıştır. Hazine'nin 1992 yılında GSMH' ye oranı %1.6 olan kısa vadeli avans kullanımı, bu yasadan sonra 1993 yılında %2.7'ye yükselmiştir (Keskin, 2008: 143). Hükümet tarafından kısa vadeli politika amacının başında gelen ve açıkça ilan edilen faiz oranlarının daha da yükseleceğine izin verilmemesi durumu, kısa vadeli avansların kullanımı sonucunda iç borçlanmanın payının azalmasını sağlamıştır. Faiz oranlarının düşürülmesinin hedeflenmesi TCMB' nin de bankalar arası para piyasasında faiz oranlarını değiştirmemesine yol açmıştır. Bütün bu politika uygulamalarının sonucunda piyasada oluşan fazla likidite ve faiz oranların düşeceğine dair piyasada oluşan beklenti döviz talebinde bir artışa yol açmıştır. Rekor seviyeye ulaşan cari açığın varlığı aynı zamanda devalüasyon beklentilerini artırmış ve döviz talebini yükseltici etki yapmıştır. Döviz talebi ise kurların yükselmesine neden olmuştur. Sürekli artan döviz talebi, ulusal paranın değerini korumak ve döviz rezervlerindeki erimeyi engellemek amacıyla, Merkez Bankasını bankalar arası para piyasasına müdahale etmesini zorunlu kılmıştır.

Bu dönemde piyasada oluşan kurlar ile TCMB' nin belirlediği resmi kur arasında yaklaşık % 25 lik bir fark oluşmuştur. Bütün bu gelişmelerin sonucunda piyasadaki yerli ve yabancı aktörlerin spekülâtif döviz talepleri karşısında döviz rezervlerinin bitme noktasına gelmesi, TCMB' yi beklediği gibi devalüasyon yapmaya zorlamıştır (Uçak, 2006: 94). Türk Lirası 26 Ocak 1994 günü % 14 oranında değer kaybettirilmiştir. Bu devalüasyonun ardından Mart ayında iki devalüasyon daha yapılmış ve TCMB, Ocak ayında 15.000 TL olan döviz kurunu Nisan ayında 36.000 TL olarak ilan ederek Türk Lirası'nın değerini yaklaşık % 58,3 oranında düşürmüştür. Türk Lirası'nın bu kadar yüksek oranda değer kaybetmesi sonucu, kur ve faiz oranı arasındaki fark kapanmış, açık pozisyona sahip bankaların

döviz saldırımları sonucunda TCMB' nin rezervleri hızla erimiş, Kasım ayında 7 milyar dolar olan rezervler, Mart 1994'te 3,3 milyar dolara düşmüştür (Çobanoğlu, 2005: 27) .

Yaşanan bu olumsuz makroekonomik gelişmelerin sonucuna, uluslar arası derecelendirme kuruluşları Standart and Poor's ve Moody's kayıtsız kalmamış ve Türkiye'nin kredi notunu Baa3'ten Baa1'e indirmiş ve Türkiye'yi yatırım yapmak için riskli ülke konumuna getirmiştir. Bu gelişme sonrasında bozulan iç dengeye yatırımcıların tedirgin hale gelmesiyle kısa vadeli sermaye çıkışları etkisiyle dış denge de eklenmiş ve ekonomi ciddi ve derin bir krize doğru yol almıştır. Krize giden süreçte ekonomik karar birimlerinin, serbest sermaye hareketlerinin ve kamu kesimi açıklarının önemli bir kısmının kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edilmesinin, faiz oranlarının düşürülmesi halinde döviz talebinin artıp sermaye çıkışlarına yol açacağı gerçeğinin ön görülebilmesi bir parça pay sahibi olmuştur (Keskin, 2008: 195). Bu öngörü eksikliği sonucunda, 1989 yılında serbestleştirilen sermaye hareketleri sonrası yaklaşık olarak 12,7 milyar dolar değerindeki sermaye girişi yaşanmış, ancak 1994 yılındaki faizlerin ve kredi notunun düşmesi gibi olumsuz makroekonomik havayla birlikte sermaye girişleri durmuş hatta 8 milyar dolarlık sermaye kaçıışı yaşanmıştır.

1994 yılında yaşanan bu krizde ekonomi politikası uygulayıcıları döviz talebinin aşırı talebi, yüksek döviz rezervlerini kullanarak aşacağını düşünmüş, fakat büyük bankaların önemli bir kesiminin yüksek devalüasyon beklentisi sonucu Merkez Bankası tarafından piyasaya sunulan döviz rezervi yetersiz kalmış ve kurlar giderek yükselmiştir. Merkez Bankasının yüksek döviz rezervinin yanı sıra, dolara olan aşırı talebin ve fazlaşan likiditenin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tarafından emileceği de beklenilmiş fakat beklenen olmamıştır. Para ve döviz piyasalarında yaşanan bu olumsuz makroekonomik gelişmeler, hükümet tarafından kalıcı önlemler alınmasını gerektiren ve bozulan iç ve dış dengeyi yeniden istikrara kavuşturacak politikalar bileşeninin uygulanmasını zorunlu kılmıştır. Bu amaçlarla IMF ile birlikte; kısa vadede enflasyonu düşürmeyi, mali piyasalarda dengeyi sağlamayı, kamu kesimi açıklarını hızla aşağı çekmeyi, para arzındaki genişlemenin önüne geçmeyi amaçlayan, '5 Nisan Kararları' olarak anılan istikrar programı oluşturularak

uzun vadede bozulan makroekonomik göstergeleri düzeltmeyi amaçlayan bir dizi önlemler uygulanmıştır.

5 Nisan 1994 günü hükümet IMF ile anlaşarak bir diğer istikrar programını uygulamaya koymuştur. İstikrar programının öncelikli amaçlarından birisi mali disiplinin sağlanarak kamu kesimi açıklarının daraltılması ve bunun için de Hazine'nin TCMB' den aldığı kısa vadeli avans miktarının azaltılması olmuştur. 1994 yılında bütçe harcamalarının %15 'i olan kısa vadeli avans kullanma oranı 1995 yılı için % 12, 1996 yılı için % 10, 1997 yılı için % 6 ve 1998 yılı için ise % 3 olarak belirlenmiştir (Keskin, 2008: 196). 5 Nisan istikrar kararları ekonomideki borç ve faiz oranları gibi makroekonomik dengesizlik nedeniyle alınmış olsa da, içerdikleri ve hedefledikleri itibarıyla ekonominin konjonktürel ve yapısal sorunlarına da tedbirler getirmeye çalışmıştır. Döviz kurları, reel ücret ve fiyat politikaları, TCMB'nin etki alanı, bankacılık sistemi ve sermaye piyasasına yönelik açıklanan kararlar ile özelleştirmeler, KİT'ler, tarımsal destekleme ve sosyal güvenlik kuruluşları hakkındaki kararlar ekonominin tümüne yönelik ciddi bir politik ekonomik değişimi açıklamaktadır (Bilir, 2006: 136). Hükümet tarafından alınan ve acilen devreye sokulan önlemlerden şunlar kısaca örnek verilebilir:

- Türk Lirası % 58,3 oranında değer kaybettirilmiştir,
- Reel ücretler ortalama olarak %15-20 oranında düşürülmüştür,
- TL'ye olan talebi artıracak şekilde hazine bonusu, tahvil gibi değerli kâğıtlardan vergilerin kaldırılması,
- Yüksek oranlarda ve 6 aylık olarak KİT'lere yapılan zamlar,
- Kamu Harcamalarında ciddi kısıntılar yapılmıştır.

Kriz sonrasında görece iyileşme sürecine girildiği gözlenmektedir. 1994 yılının ikinci yarısından sonra döviz piyasasında tekrar istikrar sağlanmış, TL piyasasında oluşan yüksek faiz seviyeleri kademeli olarak aşağı doğru inmiştir. Uygulanan istikrar paketinin ancak ilk aşamadaki sonuçları başarılı olmuştur. Kriz ortamının görece aşılmasında uygulanan sıkı para politikasının ve reel ücretlerdeki önemli düşüşlerin payı büyük olmuştur (Yeldan, 2001: 57). Kriz sonrasında toparlanma sürecinde emek piyasasının esnek yapısı ve sabit gelirlilerin milli

gelirden aldığı payın düşürülmesi, dünya ekonomisinin ihracat artışları açısından olumlu etkilemiştir.

Açıklanan programın başlangıcında arz ve talebe göre oluşan kambiyo kuru, bir yandan döviz piyasalarını istikrara kavuştururken, bir yandan da ihracatı özendirip ithalatı yavaşlatarak dış ödemeler dengesinde iyileşmeler başlatmıştır. TCMB' nin döviz rezervleri artmış, faiz dışındaki bütçe harcamaları normal bütçe gelirleri düzeyine çekilmiştir. Fakat 1994 yılının ikinci yarısında ortalama % 2 seviyesine inen aylık enflasyon oranları, yılsonuna doğru yeniden % 8'lere yükselmiştir. Makroekonomik göstergelerde ortaya çıkan bu aksama, para arzının hızla artması ve zayıflamayan enflasyon beklentileriyle ilişkilidir. Para arzının artması süreci Hazine'nin TCMB' den borçlanması şeklinde değil, yurtdışından gelen sermaye hareketleriyle çoğalan döviz rezervlerinin artırılmasıyla gerçekleştirilmiştir (Yenal, 2002: 14). Spekülatif amaçlı ülkeye gelen sıcak paraya sağlanan yüksek faiz kazancı olanakları, yeniden yüksek borçlanma ve Türk Lirası'nın değerlenmesi sürecini başlatmıştır. Yükselen faizler büyük borç stoku nedeniyle kamunun mali yapısını yeniden bozmuş, yükselen ulusal paranın değeri ise cari dengenin yeniden bozulmasına yol açmıştır.

Makroekonomik göstergelere bakıldığında 5 Nisan 1994'te alınan tedbirler, ülke ekonomisinin ancak kısa dönemde toparlanmasına katkıda bulunduğunu göstermiştir. Bu kısa dönemdeki toparlanma gerçekte kendisinden sonra gelecek dönemde kötüleşecek ve ülke ekonomisini daha derin krizlere ve yapısal istikrarsızlıklara sokacak dönemin temellerini atmıştır. Yurtdışına sermaye kaçışının önlenmesi amacıyla faiz oranlarının yüksek tutulması sonucunda iç borç stokunda hızlı bir yükseliş meydana gelmiş ve 1990'lı yılların sonuna doğru ekonomiyi daha ciddi darboğazlara sokmuştur. 1990'lı yılların sonunda yaşanan ciddi krizin bir başka önemli sebebi ise, 1994 krizinin etkileri görüldüğü andan itibaren bankaları rahatlatmak amacıyla mevduat hesaplarının devlet güvencesi altına alınması yönünde yapılan bankacılık sektörü düzenlemelerinin ileride bankacılığı olumsuz yönde etkilemesi olarak gösterilebilir (Alper ve Öniş, 2001: 211). 1994 krizinin ekonomi üzerindeki çok ağır sonuçları net sermaye çıkışlarının yaklaşık 5 milyar dolara yükselmesi, enflasyonun TEFE' de % 121'e ve TÜFE' de % 106 çıkması ve GSMH' nin reel olarak yaklaşık % 6 azalması olarak özetlenebilir.

Türkiye ekonomisinde 1980’li yılların ardından süregelen ve 1989 yılındaki finansal serbestleştirme uygulamalarıyla tamamlanma noktasına gelen ticari ve finansal serbestleşme ilk ciddi sınavını 1994 yılında vermiştir. Bu krizin politika yapımcılarına önemli dersler verdiği söylenebilir. Öncelikle 1994 krizinin arkasında yatan en önemli nedenin yüksek miktardaki yurtiçi borç olduğu sonucu çıkarılabilir. Fakat temel politik yanlışlık zayıf mali göstergeler ve makroekonomik istikrarsızlık şartlarında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi olmuştur denilebilir.

Yüksek devalüasyon ve 1994 krizinden hemen sonra açıklanan 5 Nisan paketi sadece 1994 ve 1995 yıllarında bazı olumlu sonuçlar ortaya koymuştur. Bu olumlu sonuçlardan birkaç tanesi devalüasyon nedeniyle ihracatın ithalatı karşılama oranındaki düzelme, çifte vergileme ve cari harcamaların düşürülmesi nedeniyle kamu açıklarında bir azalma, kısa dönemli sermaye girişlerindeki azalma olarak ifade edilebilir (Kepenek ve Yentürk, 2007: 251). Bununla birlikte 1996 yılında tüm göstergelerde yeniden gözlenen geriye dönüş, dengesizliklerin baskın karakterde olduğunu ve alınan önlemlerin yeterli olmadığını göstermiştir.

1994 krizinden sonra Türkiye ekonomisindeki ortam yeniden kamu açıkları, kısa vadeli portföy yatırımları üzerinden ülkeye akan ‘sıcak para’, hazine bonusu getirisi, borsa aracılığıyla kazanç sağlanan konjonktürel bir yapıya dönüşmüştür. Türkiye ekonomisi 1994 krizinden sorunsuzca çıkıyor gibi görünmesine rağmen, ekonomide kalıcı bir istikrar programı uygulamasının ertelenmesi piyasalarda güvensizliği hakim kılmıştır. Buna bağlı olarak ülkedeki büyüme gibi temel makroekonomik gelişmeler tekrar yüksek faiz getirisi ile ülkeye çekilen kısa vadeli sermaye girişine bağlanmış görünmektedir (Yeldan, 2001: 25).

1989 yılındaki sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden sonra, Türkiye 1990’lı yılların başında büyük miktarda kısa vadeli sermaye girişi sağladı. Bu girişler temel olarak hükümetin değerli kâğıtlarının getirisinin enflasyon oranının üzerinde olmasından dolayı kısa dönemli arbitraj olanaklarından faydalanmak için sağlanmaktaydı. 1990 ve 1993 yılları arasında cari işlemler açığı 10 milyar doların altında kalırken yerleşik olmayan tarafından ülkeye sokulan kümülatif net sermaye girişi 25 milyar dolara ulaşmıştır (Akyüz ve Boratav, 2001: 43). Bu fazlanın büyük bir bölümü, sermaye hesabının serbestleştirilmesinden sonra yurtdışı varlıklardan

getiri sağlayarak portföylerini çeşitlendirmek isteyen yerleşiklerin neden olduğu net sermaye çıkışını finanse etmek için kullanılmıştır. 1994 yılındaki para krizinin oluşumunda ekonomide net sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1994 yılında net sermaye çıkışı 19 milyar dolara ulaşmıştı ve bu rakam GSYİH' nin %12'sine karşılık gelmiştir.

Krizden sonra ekonominin hızlı iyileşmesinin bir sonucu olarak ve ardından yaşanan vergi muafiyetleri yabancı firmalara ve ticari bankalara bir yıldan daha uzun vadede borçlanma imkânı sağlamıştır. Böylece sermaye girişi 1995-1997 yılları arasında yeniden GSYİH' nin % 5'ler seviyesine yükselmiştir (Arın,2004: 26). Fakat bu dönem boyunca kısa dönemli sermaye girişleri hala sermaye girişlerinin büyük bir kısmını oluşturuyordu. Yerleşiklerin net sermaye çıkışları da azaldığı için sermaye girişlerinin pek çoğu uluslar arası rezervleri artırarak emilmekteydi. 1997 yılında ekonomideki borçlanmanın vadesi çok güçlü olmasa da kısa dönemden orta döneme kaymıştır. Bununla birlikte 1998 yılındaki Doğu Asya kriziyle birlikte net sermaye girişi yeniden terse dönerek 1997 yılında GSYİH' ye oranı % 5,8'den 1998 yılında % 1,8'e düşmüştür (Balkan ve Yeldan, 2002: 35).

Kısa dönemli sermaye girişlerinin yurtiçi ve yabancı faiz oranları arasındaki farka çok duyarlı olması ve ulusal paranın değer kaybının Merkez Bankası'nın yabancı finansal piyasalar tarafından kontrol edilen faiz oranı ve döviz kuru gibi dışsal değişkenler üzerindeki kontrolü kaybetmesine yol açması, ekonominin makroekonomik istikrarı üzerinde büyük bir tehdit oluşturmuştur (Balkan ve Yeldan, 2003: 24). Türkiye ekonomisi sonuçta, 1994 krizinden öğrendiği derslere rağmen 1990'lı yıllar boyunca aşırı değerli ulusal para ile birlikte yüksek reel faiz oranı kısır döngüsü tuzağına düşmüştür. İçine düştüğü bu duruma uyum sağlamak için TCMB pasif bir konum almak zorunda kalmıştır ve sadece yabancı rezervlerini kontrol edebilmiştir. Bu dönemde Türk Lirası aşırı değerli kaldığı için Merkez Bankası ulusal para karşılığında piyasadan döviz almaya zorlanmıştır. Böylece bilançosunda önemli miktarda yabancı rezerv birikmiştir. 1990 yılında yaklaşık 5 milyar dolar olan TCMB' nin yabancı rezervleri özellikle 1994 krizinden sonra ve 1990'ların sonuna doğru yaklaşık 30 milyar dolara ulaşmıştır (TCMB, 2011: 6).

Sıcak para girişleri, Merkez Bankası'nın uluslar arası rezervlerinde artış yaratmıştır. Merkez Bankası'nın rolü aynı zamanda piyasadaki aşırı doları sterilize

eden dış rezerv idaresi biçimine dönmüştür. TCMB döviz satın almış bunun karşılığında piyasaya ulusal para satmıştır. Aynı zamanda piyasada oluşan aşırı likiditeyi açık piyasa işlemleri yoluyla yani bankacılık sektörüne devlet tahvili satarak temizlemiştir. Sonuçta hazine bonosu faiz oranlarını sürekli olarak yükselmeye zorlamış ve tüm yurtiçi faiz oranı üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmuştur. Bu artışların yarattığı mekanizma ise sırasıyla, yeniden faiz oranları farklılıkları sarmalı buna bağlı olarak sermaye girişlerinin artması ve sonucunda Türk Lirasının aşırı değerlenmesi; yabancı rezerv birikiminin yükselmesi ve parasal sterilizasyon şeklinde sürüp gitmiştir. Bu şartlar altında ise Merkez Bankası para politikası araçlarını kullanamamış; faiz oranları ve döviz kuru kontrolünün ötesinde kalmıştır.

Yukarıda da bahsedildiği gibi, ülke ekonomisinde yaşanan finansal serbestleşme gerçekte planlandığı gibi reel sektördeki verimlilik ve yatırımları artırmamış bunun yerine kısa dönemli spekülasyon sermaye girişlerine yol açmıştır. Bu kısa dönemli sermaye girişlerinin bir diğer sonucu borsadaki yapay patlamalar olmuştur. Firmaların üretken performanslarına ve reel sektör büyümesine bağlı olması gereken borsadaki hisse senetleri fiyatları yalnızca bu spekülasyon sermaye girişleri tarafından belirlenip şişirilmiştir. Böylece kısa dönemli sermaye girişleri ve portföy yatırımların payı yükseldiği için, Türkiye ekonomisi terse çevrilebilir sermaye hareketlerinin kötü etkilerine daha açık hale gelmiştir. Sonuçta yurtiçi finansal piyasalar, yabancı sermaye girişlerine bağlı olarak son derece kırılgan bir konuma gelmiştir.

Tablo 6: 1995-2000 Dönemi Makro Ekonomik Göstergeler

GÖSTERGELER	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Enflasyon Oranı (% TÜFE)	88,1	80,3	85,7	84,6	64,9	54,9
Reel Faiz Oranı (%)	3,2	13,5	10,9	10,9	-18,2	-9,3
S/GSMH (%)	22,1	19,9	21,3	22,7	21,2	18,2
I/GSMH (%)	24	25,1	26,3	24,3	22,1	22,8
Büyüme Oranı (%)	7,95	7,12	8,3	3,9	-6,1	6,3
İhracat (Mn. \$)	21.636	32.067	32.110	30.662	28.842	30.721
İthalat (Mn. \$)	34.788	42.331	47.158	44.714	39.027	52.680
Dış Ticaret Açığı (Mn.\$)	-13.152	-10.264	-15.048	-14.052	-10.185	-21.959
İhracat/İthalat	62,2	75,7	68,1	68,5	73,9	58,3
Cari Açık (Mn. \$)	-2.339	-2.437	-2.638	1.984	-1.340	-9.821
Cari Açık/ GSMH (%)	-1,38	-1,33	-1,37	0,96	-0,73	-4,91
Doğrudan Yatırım(Mn.\$)	885	722	805	940	783	982
Portföy Yatırım. (Mn.\$)	703	1.950	2.344	-5.089	4.188	1.615
Özelleştirme (Mn. \$)	572	292	466	1.020	38	2.712
Dış Borç Stoku (Mn. \$)	73.278	79.386	84.234	96.264	103.125	118.503
İç Borç Stoku (mil. TL)	1.361	3.149	6.283	11.612	22.920	36.420
KKBG/GSMH	5	8,6	7,7	9,4	15,6	11,8

Kaynak: TCMB ve Kalkınma Bakanlığı verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Tablo 6’da 1990’lı yılların ikinci yarısına dair makroekonomik göstergeler yer almaktadır. 1994 kriziyle birlikte ülkeden kaçan sıcak para yeniden giriş yapmış sırasıyla 1996 ve 1997 yıllarında 1,950 milyar dolar ve yaklaşık 2,4 milyar dolara yükselmiştir. Döviz kurlarında yapılan büyük miktardaki devalüasyona bağlı olarak ihracatın hızla yükselmesi ve ithalatın tersine çevrilmesi beraberinde cari dengenin iyileşmesine yol açmış ve 1994 yılındaki negatif büyümeden (% -6,0) sonra 1995-1997 yıllarında ortalama % 8’e yakın bir büyüme hızı sağlanmıştır. Fakat gerçekleşen bu yüksek büyüme oranı ekonomide makroekonomik sağlamlılığı ortaya çıkaramamıştır. Özellikle KKBG’deki sürekli artış, iç ve dış borçlardaki yükseliş ve enflasyon ve reel faiz oranlarının da yükselmesi bu dönemdeki kırılganlığı artıran makroekonomik göstergeler olmuştur.

Türkiye ekonomisi 1997 yılındaki Asya krizinin ilk şoklarından fazla etkilenmemesine rağmen, Rusya’da 1998 yılında ortaya çıkan krizden dünya ekonomilerine üretim daralması ve ticaret azalmaları olarak yansıyan olumsuz sonuçlarından fazlasıyla etkilenmiştir. Türkiye’nin önemli bir ticari ortağı olan Rusya’nın yaşadığı ekonomik kriz, iç ve dış makroekonomik dengeleri olumsuz etkilemiştir. Sonuçta ulusal mal pazarında talep daralması yaşanmış ve dünya

finansal krizin etkileri görülmeye başlanmıştır (Yeldan, 2001: 52). 1998 yılında ağırlaşan ekonomik kriz bir yandan dış dünyadaki krizlerin ve üretim daralmasının etkilerini barındırırken diğer yandan 1990'lı yıllar boyunca sürdürülen dışa bağımlı yapay büyüme stratejisinin ve çarpık toplumsal bölüşüm ve birikim düzeneklerinin artık tıkanmış olmasının bir sonucu olarak görülmektedir (Yeldan, 2001: 54).

1999 yılında net sermaye akımlarının negatife dönmesi, bavul ticaretinin gerilemesi, iç borçlanma faizlerinin yükselmesi ve maliye politikalarının daraltılması sonucu büyüme hızı düşmüştür (Celasun, 2002: 15). Tablo 6'dan görüldüğü gibi doğrudan yatırımlardaki giriş miktar olarak azalırken, portföy yatırımlarında büyük miktarda çıkış olmuş ve büyüme oranı % -6,1 olarak gerçekleşmiştir. Yüksek derecede finansal serbestleşmeye rağmen Türkiye ekonomisi en az portföy yatırım alan ülke olmuştur. 1997 yılından sonra enflasyon oranında aşağılara doğru bir eğilim izlenmiş 1998 yılındaki % 84,6'lık oran 1999 yılında % 64,9'a düşmüştür. Aynı yıl dış ticaret açığında da bir azalma olduğu görülmektedir. Bunun nedeni ise ithalat ve ihracat rakamlarında düşme yaşanırken, ithalattaki düşmenin ihracattan daha fazla olmasıdır.

2.2.2.2. 1999 İstikrar Programı

1990'lı yılların sonlarında Türkiye ekonomisi dış gelişmelerden ve depremin yıkıcı etkilerinden olumsuz olarak etkilenmiştir. 1997 yılındaki Doğu Asya krizinin sermaye girişleri üzerindeki ters etkisinin ardından 1998 yılındaki Rusya krizi de, Rusya ile yapılan önemli ticari ortaklık nedeniyle reel ekonomiyi ciddi şekilde etkilemiştir. Bu dönemde nominal faiz oranları % 150 seviyesine yükselmiştir. Bununla birlikte Rusya krizinden sonra ülkeden yaklaşık 10 milyar dolarlık sermaye çıkışının yaşanması bu dış şokların yurtiçi ekonomi üzerindeki görünen etkilerini artırmıştır (Celasun ve diğerleri,1999: 23). Bunlara ek olarak 1999 yılındaki deprem ekonomiyi derin resesyona itmiş ve GSYİH % 6,1 oranında küçülmüştür.

1990'lı yılların sonlarına doğru ekonomide uygulanan politikalara genel olarak bakıldığında bazı belirgin yanların ortaya çıktığı görülmektedir. 1989 sonrası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve 'yönlendirilen dalgalı kur rejimi' ile reel kurlarda görece bir istikrar sağlanmış ve faizlerin belirlenmesi büyük

ölçüde piyasaya bırakılmıştır (Ağır, 2010: 35). Kamu kesimi gelir ve gider dengesi sağlanamadığından yeterli ölçüde faiz dışı fazla oluşturulamamış ve bunun yanında kamu kesimi net dış borç ödeyici konuma geldiği için iç borçlanma gereği hızla büyümüş ve yüksek faizli iç borç stokunda hızlı bir artış meydana gelmiştir. Sonuç olarak 1997 yılından sonra büyüme hızında gözlenen gerilemenin de etkisiyle, iç borç dinamiği özellikle 1999'da bozulmuş ve bütçenin reel faiz yükü yüksek değerlere ulaşmıştır (Celasun, 2002: 17).

Türkiye ekonomisindeki dengesizlik 1999 yılına geldiğinde ciddi boyutlara varmıştır. Bu dengesizliğin başında hükümetin GSYİH' nin % 60'ını aşan borcu ve bu borcun da büyük bir kısmının yurtiçi piyasalardan kaynaklanması gelmektedir. Bununla ilgili olarak bir başka dengesizlik kamu kesimi borçlanma gereğinin GSYİH' ye oranının % 24 olarak gerçekleşmesidir. Diğer taraftan faiz oranlarının 1998 yılında % 82 olan enflasyon oranından yaklaşık % 30 daha fazla olması da dikkati çekmektedir. Bu yılın sonunda Türkiye ekonomisi % 6,1 küçülerek derin bir resesyona girmiştir. Bu şartlar altında çeşitli mali dengesizlikleri ortadan kaldırmak amacıyla enflasyonun ve faiz oranlarının düşürülmesi tek çözüm olarak görülmüştür (Boratav ve Yeldan, 2002: 35).

1999 yılına gelindiğinde ekonomideki bu dengesizlikler geniş kapsamlı bir reform uygulamasını gerekli kılmıştır. 9 Aralık 1999 tarihinde Hazine Müsteşarlığı ve Merkez Bankası tarafından ve IMF'ye niyet mektubu verilerek yeni bir istikrar programı ilan edilmiştir. Bu yıllarda ekonomide ödemeler dengesine bağlı cari açık sorunu olmadığını ve bu programın kronik hale gelen enflasyon, ağırlaşmış kamu iç borç sorunu ve kırılgan hale gelmiş bankacılık sektörü için yeniden düzenleme getiren ve dengesizlikleri giderme amacı taşıyan bir programın hedeflendiği görülmektedir (Celasun, 2001: 19). İç borç dinamiğinin bozulması ve bunun giderilmesi için sıkı maliye politikasının yeterli olmayacağı endişesi IMF destekli mali ve yapısal yardımı gündeme getirmiştir.

IMF destekli 'Enflasyonu Düşürme Programı' olarak da adlandırılan paket; kamu kesimi reformları, döviz kuru nominal çıpasına dayalı para programı, sosyal güvenlik, özelleştirme ve tarım kesimini ilgilendiren yapısal reformlar getirmiş ve sıkı maliye politikası ile desteklenmiştir (Yeldan, 2001: 53). Programın amacı tüketici ve toptan eşya fiyat endeksini 1999 yılının sonunda sırasıyla, % 68,8 ve 62,9

olan oranını; 2000 yılının sonunda % 25 ve % 20'ye, 2001 yılının sonunda % 10 ve % 12'ye ve 2002 yılının sonunda ise tek haneli rakamlara düşürmek olmuştur. Enflasyon hedeflemesi 1 US\$ ve 0.77 Euro'luk bir sepetten oluşan ve önceden duyurulan 'sürünen pariteye' bağlı bir çapa olacaktı (Boratav ve Yeldan, 2002: 36). Buna ek olarak yıllık döviz kuru patikasının, 2000 yılı için, Türk Lirasının değerindeki % 20'lik bir artış kadar artması planlanmıştır. Kur sepeti 2001'e kadar sabit ölçüde değer yitirdikten sonra, simetrik olarak genişleyen bir band uygulamasına geçilerek, bu bandın toplam genişliği Aralık 2001 sonunda % 7,5'e, Haziran 2002'de % 15'e ve Aralık 2002'de % 22,5'e çıkarılacaktır. Sonrasında ise döviz kuru yeniden piyasaya bırakılacaktır. Açıklanan kur politikası ise iki farklı dönem için hazırlanmıştı. Başlangıç döneminde 'enflasyon hedefine yönelik kur sepeti' uygulanacaktı. (BSB, 2006: 25). Programın başlangıcında faiz dışı fazla ve özelleştirme için verilen hedefler toplam olarak ele alınırsa, GSMH payı olarak toplam yüzde 7,25'lik bir oran hedeflendi. Üç yıllık dönem için ele alındığında bu oran en düşük yüzde 6 seviyesinde olacaktı.

1999 istikrar programı aynı zamanda Merkez Bankasının net yurtiçi varlık üst limitini ve döviz satın alımlarına bağlı olan parasal tabanı da belirlemiştir. Daha açık bir deyişle Merkez Bankası net iç varlıkları önceden belirlenen bir bant içinde hareket ederek, parasal tabanın net dış varlıklardaki değişimle belirlenmesi ilkesi yani para kurulu benzeri bir yaklaşım kabul edildiği anlamına gelmektedir. Bunun sonucunda faiz politikası özerkliğinden vazgeçilerek faiz oranının belirlenmesi sermaye giriş-çıkışlarına bağlı olarak piyasaya bırakılmıştır (Celasun, 2002: 22). Programın içeriğinde son olarak da ek vergiler, kamu harcamalarında kesintiler, tarım politikalarında değişiklikler, kamu işletmelerinin özelleştirilmesi, yeni bankacılık düzenlemeleri gibi değişiklikler IMF tarafından hazırlanan istikrar programı kapsamında yer almaktaydı.

1990'lı yılların sonuna gelindiğinde, finansal serbestleşme aşamasına geçildiği 1989 yılından itibaren, yaklaşık 10 yıl, Türkiye ekonomisinin yaşadığı deneyimler, fonların verimsiz kaynaklardan görece daha uygun ve verimli sermaye yatırımı oluşumuna yöneleceğini teorik olarak öneren McKinnon-Shaw hipotezinin finansal derinleşme tanımıyla uyumlu olmadığı net bir biçimde söylenebilir (Akyüz, 1990: 24). Yaşanan bu gelişmenin temelinde Türkiye'deki bankaların geleneksel

işlevlerinin dışına çıkıp, kurumsal rantiyeler gibi davranmaları ve şartlar uygun olduğunda ise yüksek arbitraj elde etmelerinin yattığı tespiti yapılabilir. Fakat bununla birlikte enflasyon oranındaki ani değişiklikler ve döviz kuru riskleri bankacılık sektörü üzerinden tüm ekonomiyi son derece korunmasız hale getirmiştir.

Tablo 7: Arbitraj Getirisi, Gayrisafi Dış Krediler ve Sıcak Para Girişi

Yıllar	Sıcak Para Getirisi* (%)	Bankacılık Sektörüne Gayrisafi Ser. Girişi (Mn. \$)	Bankacılık Sektörüne Gayrisafi Ser. çıkışı (Mn. \$)	Net Sıcak Para Girişi (Mn. \$)
1988	-7,3	-	-	-126
1989	23,6	-	-	233
1990	29,3	-	-	3.139
1991	-3,8	43.186	42.523	-392
1992	15,4	64.767	62.363	2.439
1993	4,5	122.053	118.271	4.478
1994	-31,5	75.439	82.040	-5.913
1995	19,7	76.427	75.626	2.341
1996	32,9	8.824	8.055	2.198
1997	27,8	19.110	18.386	1.166
1998	25,4	19.288	19.225	2.267
1999	29,8	122.673	120.603	2.907
2000	13,3	209.432	204.691	4.863

Kaynak: (Boratav ve Yeldan; 2001, 53) çalışmasından alınmıştır. $*=[(1+R)/(1+E)]$
R=Yurtiçi piyasada sunulan en yüksek getiri oranı; E= Döviz kurunun TL değişim oranı

Gelişen bu süreçle ilgili bazı göstergeler Tablo 7’de verilmiştir. Birinci sütunda, yurtiçi ekonomi de kazanılan en yüksek nominal faiz oranı ile döviz kurunun nominal değerlenmesi arasındaki farka eşit olan spekülatif arbitrajın net getiri oranı hesaplanıp gösterilmiştir. Bu oran Türk Lirasına dönüştürülen yabancı portföy yatırımlarına net getiri kazandırdığını göstermektedir. Bankacılık sektörüne giriş ve çıkış yapan gayrisafi sermaye akımları da Tablo 7’de belirtilmiştir. Sermaye akımlarının yurtiçinden elde edecekleri getiriye son derece duyarlı olduğu

görülmektedir. Tablo 7’den görüleceği üzere net sermaye akımları özellikle 1993-1995 ve 1998-2000 yılları arasında geniş dalgalanmalar yaşamıştır.

2.2.3. 2000-2011 Dönemi

Türkiye ekonomisi önce Kasım 2000’de ve daha sonra Şubat 2001’de olmak üzere iki tane ağır sonuçlar doğuran ekonomik kriz yaşamıştır. Krizler 1998 yılından itibaren IMF tarafından hazırlanan ve uygulanan döviz kuru çapasına dayalı bir enflasyonu düşürme programı uygulandığı dönemde ortaya çıkmıştır. Bu her iki kriz sonrası Türkiye ekonomisi çok ciddi olarak zarar görmüştür. 2001 yılında GSYİH reel olarak % 7,4 oranında küçülmüş, enflasyon % 61,6’ya yükselmiş ve Türk Lirası yabancı paralar karşısında % 51 değer kaybetmiştir. Bu krizlerden sonra IMF yeniden Türkiye’nin makroekonomik politikalarını hazırlamakta ve yönetmekte rol almış ve IMF programları 2008 yılına kadar kesintisiz uygulanmıştır.

Yaşadığı iki derin krizin ardından Türkiye ekonomisi dünyadaki finansal sermaye bolluğuna bağlı olarak 2002 yılından sonra 2008 yılına kadar ortalama olarak yaklaşık % 6,5 oranında büyümüştür. Ancak bu dönemde dış ticaret dengesinin ve cari işlemler açığının ekonominin en önemli ve yüksek kırılma noktası gösteren sorunu haline gelmiştir. Sıcak para olarak tanımlanan kısa vadeli portföy yatırımları 2002 yılından bugüne ekonomik büyümesinin temelini oluşturmuş ancak diğer makroekonomik değişkenleri ve ekonominin yapısal değişimini önemli ölçüde etkilemiştir.

2008 yılında ABD kaynaklı küresel finans kriziyle birlikte Türkiye ekonomisi de bu krizden etkilenmiştir. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde sırasıyla Türkiye ekonomisindeki 2000 ve 2001 yılındaki krizler, 2008 küresel krizinin öncesi ve bugüne gelinen süreç değerlendirilmiştir.

2.2.3.1.Kasım 2000 Krizi

İstikrar programı sonrasındaki ilk 10 ay enflasyon hedefi tam tutturulamadığı fakat diğer makro göstergelerin görece olarak iyileştiği söylenebilir. Enflasyon oranı beklenenden az olmak üzere 10 puanlık bir düşüş göstermiştir. 2000 yılının sonuna

doğru Türk Lirası öngörülemeyen bir şekilde % 20 oranında değer kazanmıştır. Bu değer kazanmanın nedeni olarak 2000 yılının ilk 10 ayı boyunca yerleşik olmayanların net sermaye girişlerinin önemli bir şekilde artarak 15,5 milyar dolar'a ulaşması gösterilebilir. Bu durum 2000 yılının Şubat ve Kasım ayları arasında Merkez Bankası'nın net dış varlıklarında % 53 ve parasal tabanda da % 46'lık artış sağlamıştır (Boratav ve Yeldan, 2002: 39). Faiz oranındaki düşüş enflasyon oranındakinden bile daha hızlı olmuştur. 1999 yılında % 100'ün üzerinde olan bu oran 2000 yılı Kasım ayında % 38 civarına inmiştir.

Kamunun borç araçları üzerindeki reel faiz oranı 1999 yılında ortalama yıllık % 33 düzeyinden 2000 yılı boyunca sıfır düzeyine düşmüştür. 2000 yılının ilk üç çeyreği boyunca faiz oranları sermaye girişleriyle uyum içerisinde olmuştur. Sermaye girişleri faiz oranının düşmesine katkı yaparken, düşen faiz oranına rağmen hükümet 2000 yılı için döviz kurunun % 20 değer kazanacağını kesin olarak belirttiği için kısa dönemli sermaye girişlerini azaltmadığı söylenebilir (Boratav ve Yeldan, 2002: 40). Böylece döviz kuru ile Türk Lirası arasındaki kazançla bağlı olarak pozitif arbitraj olanağının devam etmesi yabancı sermayeyi çekmeye devam etmiştir. Sermaye girişlerinin artması Merkez Bankası'nın yabancı rezervlerini önemli oranda artırmış ve bu da yurtiçi likiditenin genişlemesini sağlamıştır. Bu dönemde Merkez Bankası sterilizasyon aracını kullanamadığı için hükümet borçlanması da yurt içi piyasalardan uluslar arası piyasalara kaymıştır. Bu gelişme faiz oranının düşmesine ve ekonomideki toplam talebin uyarılmasına yardımcı olmuştur.

İstikrar programından hemen önce hükümet, bankaların açık döviz pozisyonlarına üst limit getirmiş ve bu oran öz sermayelerinin % 20'sini geçmeyecek şekilde ayarlanmıştır. Fakat bankalar Merkez Bankası'nda mevduatlarının % 8'ini zorunlu karşılık olarak tutarlarsa bu üst limiti aşmalarına izin verilebilecekti. 2000 yılının Haziran ayında açık pozisyondan doğan riskleri azaltmak adına zorunlu karşılık oranları yaklaşık % 100 artırılmıştır. Buna rağmen zorunlu karşılık oranlarının artırılması ve düzenlemeler etkili bir şekilde uygulanamamış ve bankalar döviz açık pozisyonlarını artırarak uluslar arası piyasalardan arbitraj elde etmeye devam etmişlerdir.

Enflasyon oranındaki azalma, Türk Lirası'nın değer kazanması ve düşük reel faizler sonuçta yurtiçi talebe bağlı olarak 2000 yılında GSYİH' nin yaklaşık % 7,5

oranında büyümesine olanak sağlamıştır. Fakat bununla birlikte ithalattaki patlamanın bir sonucu olarak ticaret açığı 20 milyar dolardan fazla artmıştır. Sonuçta programda hedeflenen cari açık oranının yaklaşık üç katına ulaşan cari açık düzeyi GSYİH' nin % 5'ini aşmıştır (Akyüz ve Boratav, 2001: 13). Programın enflasyon üzerindeki başarısı bir anlamda gerçekleşmiştir. Yıllık Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) 1999 yılından sonra düşüş trendi göstermiştir. Fakat 2000 yılı için hedeflenen oranın % 25 olması ve TÜFE' nin % 53,9 oranına kadar düşürülmesi hedeflenen başarıdan oldukça uzak olduğunu göstermektedir. Ayrıca enflasyon oranındaki bu düşüş ulusal paranın önemli derecede değer kazanmasını engelleyemediği için ve cari işlemler açığının yükselmesine katkı sağladığı için de yetersiz görülmektedir.

1999 yılındaki Kasım ayından itibaren cari işlemler açığındaki hızlı genişleme IMF yetkililerini ve bunun yanında yabancı yatırımcıları endişelendirmeye başlamıştı. Bu endişe onların TL cinsinden tuttıkları varlıklarını dönüştürmeye ve Türk bankalarında tuttıkları kısa dönemli mevduatlarını geri toplamalarına neden olmuştur. Yerleşiklerin dövize olan talepleri ile birlikte döviz kurunun değer kaybedeceği beklentisi artmış ve Türk Lirasına karşı kasım ayında finansal bir panik yaşanmıştır. Bu panik sonrası Merkez Bankası yaklaşık 7 milyar dolarlık rezerv kaybı yaşamış ve net dış varlıkları iki hafta içerisinde % 52 oranında azalmıştır.

Ayrıntılı olarak bakıldığında yerleşik olmayanların büyük miktarlarda sermaye çıkışı bankaların açık pozisyonlarını azaltmak için Türk Lirası varlıklarını zararına satmaya zorladığı görülmektedir. Böylece büyük çoğunluğu yabancı fon tutan bankalar Türk Lirası'ndan kaçış yaşanan bir süreçte büyük likidite sorunu yaşamışlardır. Merkez Bankası kasım ayının son haftasına kadar programın gerekliliklerine uyarak bir para kurulu gibi davranmış ve net yurtiçi varlık üzerindeki IMF sınırını aşan problemlili bankalara izin vermemiştir. Sonuçta şiddetli likidite baskısı gecelik faiz oranı üzerinde etkisini göstermiştir. Bununla birlikte kasım ayının sonuna doğru Türk Lirası üzerindeki likidite baskısı devam ettiği için, Merkez Bankası fazla dayanamayıp, son borç verme kurum olma rolüne dönmüş ve açık piyasa işlemleri aracılığıyla bankalara ek likidite sağlamıştır. Böylece faiz oranının birden yükselmesi engellenmiştir. Fakat Merkez Bankası, bankalar ilave Türk Lirası likiditesiyle birlikte daha fazla döviz talebinde bulunduğu için parasal tabanın

daralmasını durduramamıştır. 30 Kasım'da Merkez Bankası net yurtiçi varlık üst limitine geri döneceğini ve sterilizasyon yapmayacağını duyurmuştur. Sonuçta bankalar likidite yokluğunu gidermek için yeniden gecelik fon seçeneğini kullanmış ve ayın sonunda gecelik faiz oranları % 1500'e sıçramıştır.

Yaşanan devalüasyon korkusu ve hükümetin 1999 program hedefini daha fazla sürdüremeyeceği beklentisi sonunda toplu sermaye kaçışlarıyla sonuçlanmıştır. Sonuçta 25 milyar doların üzerinde yabancı para rezervi ülke dışına çıkmıştır. Aralık ayında İMF 10 milyar doların üzerinde bir kredi sağlayarak programı destekleyeceğini duyurmuştur. 18 Aralık'ta ise Merkez Bankası yeni bir niyet mektubu ile birlikte yeni parasal program izleyeceğini açıklamıştır.

2.2.3.2.Şubat 2001 Krizi

2001 yılının ilk ayında Merkez Bankası açıkladığı yeni programa bağlı kalarak katı bir biçimde uyguladığı parasal program, faiz oranını ve toplam talebi düşürmüş ve sonuçta ithalatın hızı yavaşlamıştır. Bununla birlikte enflasyon oranı yine de yüksek kalmıştır ve hedeflenen seviyesinden oldukça uzaktır. Hazine borçlanma senetleri çok kısa vade tarihli ve yüksek faiz oranlarında yapılmaya başlanmıştır. Kamu borç yükü sürdürülemez olarak görüldüğü için, Hükümet bonolarından oluşan geniş portföylere sahip bankacılık sektörü yine büyük bir risk altına girmiştir. Türk Lirası da programda hedeflenen kurla uyumlu olarak değer kazanmaya devam etmiştir. Fakat ortada faiz oranları ve önceden duyurulan döviz kurlarının değer kaybıyla ilgili ciddi bir tutarsızlık oluşmuştur. 2001 yılında dolar ve euro'dan oluşan döviz sepetine karşı Türk Lirası'nın yıllık değer kaybının üst limitinin % 12 olacağı duyurulmasına karşın; 2001 Ocak ayındaki hükümet ihalelerinde Hazine borçlanma senetlerinin yıllık faiz oranı % 57'nin altına düşürülemediği. Bununla birlikte Şubat ayında hazine bonosunun faiz oranı % 70 seviyelerine yükselmiştir (Özatay ve Sak, 2002: 14).

Ekonomide oluşan bu göstergeler finansal piyasaları ve yabancı yatırımcıları endişelendirmiş ve devalüasyon beklentisini artırmıştır. Bununla birlikte Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasında 19 Şubat tarihinde ortaya çıkan politik anlaşmazlık, kimsenin dillendiremediği krizi tetikleyen unsur olmuştur. Bankalar arası piyasada

gecelik faiz oranları 20 Şubat'ta % 2058'e fırlamış ertesi gün ise % 4019'u görmüştür (Özatay ve Sak, 2002: 15). 16 Şubat'ta yaklaşık 28 milyar dolar olan TCMB rezervleri 23 Şubat'ta yaklaşık 23 milyar dolara gerilemiş ve iki gün içinde TCMB 5,2 milyar dolar rezerv kaybetmiştir.

1999 yılının Aralık ayındaki istikrar programı ile Kasım ayındaki ilk krize kadar istikrarlı bir faiz patikası izlenmiştir. Gecelik faiz oranları Kasım 2000'de % 79'a yükselerek ilk zirve noktasına ulaşmıştır. Fakat daha sonra Aralık 2000 ve Şubat 2001 yıllarında üç haneli seviyelere sığrayarak sırasıyla % 199 ve % 436 'ya ulaşarak en yüksek seviyesine gelmiştir. Krizin etkisi 3 aylık mevduat oranlarına da yansımıştır. 2000 yılının ilk 10 ayında 3 aylık mevduatların faiz oranı görece düşük olarak iki haneli faizlerde gezinmesine rağmen yine Aralık 2000 ve Şubat 2001'de sırasıyla % 106 ve % 120'ye yükselmiştir.

Şubat 2001 yılında gerçekleşen ikinci krizden sonra Merkez Bankası para politikası üzerindeki kontrolünü bütünüyle kaybetmiş ve 23 Şubat'ta Türk Lirasının serbest dalgalanmaya bırakılmasına izin verilirken 'sürünen kur sisteminin' çöktüğünü açıklamak zorunda kalmıştır. TCMB kur sisteminin değiştiğini açıkladıktan kısa bir süre sonra bir gün içinde Türk Lirası/ Dolar kuru 680.000'den 960.000'e sığramıştır. Bu gelişmeler üzerinde Hazine Müsteşarı, Merkez Bankası Başkanı ve Ekonomi Bakanı birkaç gün arayla istifa etmiştir.

Türkiye ekonomisi Mayıs 2001'de, Hükümet'in IMF ile görüşmesi sonucu bir dizi yeni yapısal reformu da kapsayan daha yeni ve daha geleneksel bir stand-by anlaşmasını uygulamaya başlamıştır. Bununla birlikte yeni program istikrar hedefinin zamanlamasında daha esnek ve parasal ve mali politikaların kullanımında çok da katı işleve sahip değildi. Ayrıca yeni IMF programı döviz kuru hedefi olarak herhangi bir sınırlama da getirmemiştir. Bu teknik yardımın sonunda IMF Türkiye'ye Merkez Bankası'ndaki rezervleri yeniden yükseltmek için 8 milyar dolarlık bir kredi vermiştir (Demir, 2002: 6). Yeni programın temel amacını "daha geniş olarak, kurlarda yaşanan güven bunalımını ve istikrarsızlığı ortadan kaldırmak, ekonomik etkinliği sağlayacak yapısal reformlar hazırlamak, makroekonomik politikaları enflasyonla mücadelede etkin olarak kullanmak, sürdürülebilir büyüme ortamını oluşturmak olarak" tanımlanmıştır (Hazine Müsteşarlığı, 2001: 17). Amaçlanan bu hedeflere ulaşmak için de kamu kesiminin borç yükünden arındırmak amacıyla sıkı

bir maliye politikası oluşturulmuş ve TCMB' nin para politikasını rahatça kullanabilecek olanağı sağlayan kısa vadeli faiz oranları aracı devreye sokulmuştur.

2000-2001 krizlerinin makroekonomik etkileri 1994 krizinden daha ciddi ve daha yıkıcı olmuştur. 1994 yılında reel GSYİH'nin % 4,7 oranında azalmasından daha sert olarak 2001 yılında reel GSYİH % 7,5 oranında düşmüştür. İktisadi büyümedeki daralmaya ek olarak toplu işten çıkarmaların yaşanması, yükselen enflasyon ve işsizlik ve sosyal huzursuzluk yaşanan krizin daha ağır sosyal boyutunu gözler önüne sermiştir.

Krizlerin etkisi üzerinde bir değerlendirme yapılırsa; 1994 krizinden farklı olarak, 2000 ve 2001 ikiz krizleri sabit döviz kurunun olduğu ve 1999 istikrar programına Merkez Bankası ve Hükümet'in güçlü bir şekilde bağlı olduğu koşullarda girmiştir. İlk bakışta 2000 ve 2001 krizlerinin temel nedeni 1999 yılında 1,3 milyar dolar olan cari işlemler açığının 2000 yılında 9,8 milyar dolara ulaşmasına bağlı olarak hızlı genişleyen cari işlemler açığı ve yurtiçi piyasalardaki güven kaybına bağlı olarak çıkan yoğun sermaye olarak görülebilir. Buna ek olarak mali yönetimin enflasyonu düşürmede ve kamu açıklarını azaltmada yeterince başarılı olamadığı da söylenebilir. Hükümet katı bir şekilde daraltıcı politika takip etmesine ve kamu harcamalarını azaltmasına rağmen sonunda programın çökmesini de önleyememiştir. Diğer taraftan bankacılık sisteminin kırılabilirliği krizin çıkmasında önemli bir rol oynamıştır. Bu sebeplerle 2000 ve 2001 krizine yol açan gelişmelerin hem bankacılık hem de hükümet kesimindeki pek çok zayıflıkla bir arada olduğu söylenebilir.

Özkan (2003), 1999 programın çökmesini oluşturan ve finansal krizleri hazırlayan üç önemli hassas nokta olduğunu öne sürmektedir. İlk zayıflık krizden önce son derece yüksek olan aşırı borç geri ödemelerinin neden olduğu zayıf dış pozisyon olarak gösterilebilir. Buna ek olarak Türkiye ekonomisinin uluslararası piyasalarda program tarafından belirlenen sabit devalüasyon oranıyla uyumlu olmayan ve yüksek enflasyonun neden olduğu yüksek ihracat fiyatları nedeniyle kaybettiği rekabetçiliği söylenebilir. Bu durum ayrıca cari işlemler açığının ve kamu dış borçlarının kötüleşmesine neden olmuştur. İkinci zayıf noktası, yurtiçi borçlara yüksek faiz ödemeleriyle sonuçlanan 2000 ve 2001 yılları boyunca kamu maliyesinin yaşadığı önemli miktardaki borç yükü ve bu borçların kısa vade tarihli yapısı

gösterilmiştir. Üçüncü olarak Kasım 2000 ve Şubat 2001'deki likidite sıkışıklığını hazırlayan ve bankaları yurtdışından daha kolay borçlanmaya teşvik eden finansal ve bankacılık sistemindeki kırılganlıklar olmuştur (Özkan, 2003: 18). Bununla birlikte bankalar çoğunlukla kısa dönemli olarak borçlandıkları için, varlıkları ve kaynakları arasındaki vade uyumsuzluğu nedeniyle de geniş miktarda açık pozisyon vermiştir. 1990'lı yılların değişmez özelliği olan ve çoğu kısa vadeli portföy yatırımlarının kolayca giriş çıkış yapması da bankacılık sisteminin kırılganlığını artıran etken olarak görülmüştür.

Türk bankacılık sisteminin kırılganlığı OECD'nin Türkiye ekonomisi üzerindeki 2000 ve 2001 yılları boyunca yaptığı ekonomik araştırmada da vurgulanmıştır (OECD, 2001: 38). OECD raporunda, Türk bankalarının yüksek getirili bono arbitrajının yerini tutması için tüketici kredilerine yüklüce bel bağladığı için yüksek faiz ve geri ödememe riskine maruz kaldığını vurgulamıştır. Ayrıca yurtiçi varlıklara uzun dönemli sahip olmak için dış piyasalardan kısa dönemli borçlanmaya gitmeleri döviz kuru riskini de artırmıştır. Raporda ayrıca 2000 yılının kasım ayında başlatılan yeni bankacılık yasası ve düzenlemelerinin bankacılık sistemindeki problemleri çözmede çok geç kaldığını ve ikinci kriz öncesi fazla bir zamanın olmadığını da vurgulamıştır.

1989 yılındaki sermaye hesabının tam serbestleştirilmesinden sonra, yurtiçi ekonominin istikrarsızlığı ve finansal piyasanın kırılganlığı Türkiye ekonomisinin temel özelliği haline gelmiştir. Finansal reformların amacı temel olarak, dış yatırımların reel sektördeki istihdamı artırması ve yabancı fonların gelişiyile yarar sağlayacak yurtiçi üreticilerin olduğu finansal piyasaları geliştirmesi beklenmiştir. Buna rağmen sermaye hesabının açıklığı sürekli artarak açık veren kamu borcunu finanse etmiş ve bankacılık sektörüne ulusal ve yabancı piyasalar arasında arbitraj yapma olanağı sunmuştur.

2.2.3.3.2001 ve Sonrası Dönem

Türkiye ekonomisi 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında IMF tarafından tasarlanan döviz kuruna bağlı dezenflasyon programı uygularken şiddetli ekonomik ve politik krizler yaşamıştır. 2001 yılında GSYİH reel olarak % 7,4 azalırken

enflasyon % 61,6'ya yükselmiş ve ulusal para da % 51 oranında değer kaybı yaşamıştır. Uyum programının çökmesinin ağır yükü orantısız bir şekilde emekçi sınıflar üzerine yüklenmiş ve işsizlik oranı 2001 yılında % 2 ve 2002 yılında ise % 3 oranında yükselmiştir. Reel ücretler ise 2001 krizinden sonra beklenmedik bir şekilde % 20 oranında düşmüştür (Yeldan, 2007: 5). IMF 1999 ve 2003 yılları arasında hem krizler öncesinde hem sonrasında Türkiye ekonomisinin yönetiminde etkili olmuş ve yaklaşık 21 milyar dolarlık finansal destek sağlamıştır. Krizin ardından Türkiye ekonomisi faiz oranlarının yükselmesinin sağlandığı ve döviz kurunun aşırı değerlenmesinin sürdürüldüğü yeni ortodoks stratejisini uygulamaya koymuştur. Hükümet daraltıcı bir maliye politikası sürdürmeye zorlanmış ve IMF'nin tarımdaki teşviklerin düşürülmesi, özelleştirme, kamunun payının azaltılması gibi taleplerini yerine getirmeye söz vermiştir.

Kriz yıllarından sonra yeniden uygulanan IMF programının temel olarak iki güçlü dayanağı vardı. Bunlardan ilkinin, mali idarenin bütçe üzerinde GSYİH' nin % 6,5' i oranında faiz dışı fazla vermesi ikinci olarak da enflasyon hedeflemesi yoluyla fiyat istikrarının sağlanmasını amaçlayan daraltıcı bir para politikası oluşturuyordu. Tasarlanan programın sonucunda, mali ve parasal hedeflere başarı şekilde ulaşmak hükümetin 'güvenilirliğini' artıracak ve ülkenin riskini azaltacaktır. Böylece faiz oranlarının düşmesi özel tüketimi ve sabit yatırımları canlandıracak ve sürdürülebilir bir büyüme yaratılmış olacaktır (Boratav, 2007: 142).

2001 yılı sonrası büyüme oranı gerçekten de yüksek olmuş ve 2002-2007 yıllarında Türkiye ekonomisi ortalama olarak % 7,8 oranında büyümüştür. Bu dönemdeki ekonomik büyüme çok hızlı olması yanında belirgin olarak tek özellik gözlenmektedir. Öncelikle büyümenin arkasında yurtiçindeki yüksek faiz oranları tarafından çekilen büyük sermaye girişleri olmuştur ve bunlar spekülatif bir özellik taşımıştır. Burada temel mekanizma Türk varlık piyasalarında hüküm süren yüksek faiz oranları kısa dönemli sermayeyi cezp etmiş ve sonrasında görece bol konuma gelen döviz Türk Lirasının aşırı değerlenmesine neden olmuştur (Yeldan , 2007: 7). Böylece ucuzlayan döviz maliyetleri ise tüketim ve yatırım mallarında ithalat patlamasına yol açmıştır. 2001 sonrası dönemin yüksek büyümesinin ikinci özelliği istihdam yaratmayan bir şekil almasıdır. Hızlı büyüme oranlarına yüksek işsizlik ve düşük işgücüne katılım oranları eşlik etmiştir. İşsizlik oranı 2001 krizinin ardından %

10 seviyesine yükselmiş ve yüksek büyüme oranlarına rağmen kriz öncesi düzeyine gelememiştir. Türkiye ekonomisi 2001 sonrasında sırasıyla 2002, 2003, 2004, 2005 yıllarında % 7,9 , % 5,8 , % 8,9 ve % 7,4 oranlarında büyümesine rağmen bu dönemlerde işsizlik oranları % 10,3 düzeyinin altına bir türlü indirilememiştir. Bu dengesiz ve istihdam yaratmayan büyümenin arkasında Türkiye ekonomisinin uluslar arası piyasalara verdiği yüksek reel faiz oranları sonucunda ülkeye çekilen büyük miktarda kısa dönemli spekülasyon sermaye hareketleri yatmaktadır. Ülkeye giren yabancı sermaye kurları aşağı çekerken Türk Lirasının değerini yükseltmekte ve böylece ithalat patlaması yaşanmaktadır (Telli ve diğerleri, 2006: 24). Bu gelişme bir yarıyla cari işlemler açığının yükselmesine neden olurken diğer yandan ihracat ve üretimin katma değeri düşük sektörlerde gerçekleşmesi nedeniyle de yeterli istihdam artışının sağlanamamasına yol açmaktadır.

Tablo 8: 2002-2007 Dönemi Makro Ekonomik Göstergeler

GÖSTERGELER	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Enflasyon Oranı (% TÜFE)	45,0	25,3	10,6	10,1	10,5	8,8
Reel Faiz Oranı (%)	3,2	3,3	11,4	10,2	13,2	12,7
S/GSMH (%)	19,2	19,3	20,3	18,2	16,6	15,5
I/GSMH (%)	17,3	16,1	18,4	20,1	22,6	21,8
Büyüme Oranı (%)	7,9	5,9	9,9	6,7	6,9	4,6
İhracat (Mn. \$)	40.124	51.206	67.047	78.365	93.611	115.307
İthalat (Mn. \$)	47.407	65.216	90.925	111.353	134.552	162.012
Dış Ticaret Açığı (Mn.\$)	-7.283	-14.010	-23.878	-32.988	-40.941	-46.705
İhracat/İthalat (%)	84,6	78,5	73,7	70,3	69,5	71,1
Cari Açık (Mn. \$)	-1.524	-8.036	-15.601	-22.137	-31.893	-37.549
Cari Açık/GSMH (%)	-0,99	-3,4	-5,2	-6,3	-7,8	-8,0
Doğrudan Yatırımlar (Mn.\$)	617	737	1.191	8.210	16.789	19.924
Portföy Yatırımları (Mn.\$)	1.503	3.851	9.411	14.670	11.402	2.780
Özelleştirme (Mn. \$)	538	187	1.283	8.222	8.096	4.259
Dış Borç Stoku (Mn. \$)	130.005	144.839	162.231	170.529	207.325	248.958
İç Borç Stoku (mil. TL)	149.869	194.386	224.482	244.781	251.470	255.310
KKBG/GSYİH (%)	12,7	9,4	4,7	-0,4	-1,5	0,2

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı ve TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Türkiye ekonomisinde 2002 sonrası dönemde hızlı büyümenin yanı sıra bir başka başarı alanı olarak dezenflasyon yerini almıştır. Enflasyon 2002 yılındaki % 45 oranından 2007 yılında % 8,8 oranına düşmüştür. Merkez Bankası 2006 yılından

itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Enflasyon oranı hem tüketici hem de üretici fiyatlarında 2004 yılında kontrol altına alınmıştır. Fakat Mayıs-Temmuz 2006'da varlık piyasalarındaki kısa dalgalanmadan sonra yeniden % 10'ların üzerine çıkmış ve 2006'nın sonuna doğru kademeli olarak % 9,6'ya düşürülmüştür. Bu dönemde ve sonrasında gittikçe önemli sorun haline gelen en önemli makro gösterge cari açık ve milli gelire oranı olmuştur. Bu oranın 2007 yılının sonunda % 8'e ulaşması ekonomide önemli kırılganlık oluşturmuştur. Kamu borçlanma araçlarındaki reel faiz oranı kriz sonrası dönemlerde % 10'un üzerinde kalmış ve mali yönetimin üzerinde ağır bir baskı oluşturmuştur. Reel faiz oranlarının sürekliliği ayrıca 2003 ve 2005 'in sonlarına kadar kısa vadeli sermaye hareketlerinin çekilmesine yardımcı olmuştur.

2005 yılında yenilenen stand-by 3 yıllık makroekonomik hedefleri belirlemiştir. Bu yeni stand-by'ın hedeflerinin arasında, yüksek ekonomik büyümenin devam ettirilmesi, tek hanelere düşen enflasyonun kalıcı olması, kamu borçlarının milli gelire oranının azaltılması ve bütçe açığının ortadan kaldırılması yer almaktadır. 2005-2007 yılları için hedeflenen bu stand-by yüksek büyüme ve faiz oranlarının düşürülmesi hedeflerini tutturmuş, bunların dışındaki kamu borcunun azaltılması, yapısal reformların hayata geçirilmesi, kamu bankalarının özelleştirilmesi vb. konularda ise başarılı olamamıştır. Söz konusu bu dönemde enflasyon oranında görece bir düşüş yaşanmış fakat cari işlemler ve dış ticaret açığı rakamlarında ciddi bir yükseliş ortaya çıkmıştır. Aşağıdaki tablolarda 2001 sonrası Türkiye ekonomisinin dış ticaret rakamlarının ve sermaye hareketlerinin gelişimi ayrıntılı olarak incelenmiştir.

Tablo 9: Türkiye Ekonomisi'nde 2001-2011 Dönemi Dış Ticareti, (Mn. \$)

	İhracat (X)	İthalat (M)	Dış Ticaret Dengesi	İhracat/İthalat (X/M)
2001	31,334	41,399	-10,064	75,7
2002	36,059	51,553	-15,494	69,9
2003	47,252	69,339	-22,086	68,1
2004	63,167	97,539	-34,372	64,8
2005	73,476	116,774	-43,297	62,9
2006	85,534	139,576	-54,041	61,3
2007	107,271	170,062	-62,791	63,1
2008	132,002	201,960	-69,958	65,4
2009	102,143	140,928	-38,786	72,4
2010	113,883	185,544	-71,661	61,3
2011	143,954	232,833	-88,879	61,8

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

2001 yılı Şubat ayında yaşanan ekonomik krizin ardından Türkiye'nin ihracatında büyük oranda artış görülmektedir. Yaşanan kriz sonrasında serbest dalgalanmaya bırakılan TL'nin büyük oranlı değer kaybı yaşaması ve krizin etkisiyle büyük oranda daralan iç talep sonrasında, firmalar krizden çıkış yolu olarak ihracata yönelmişlerdir (Seymen, 2009; 38). 2002 yılında ihracatta devam eden artış, iç talepte devam eden durgunluğa ve reel işgücü maliyetlerindeki düşüğe bağlanmaktadır. 2003 yılında sağlanan ihracattaki artışın başlıca nedenleri arasında ise, iç talebin tam olarak canlanmamasına rağmen üretimdeki artışın devam etmesi, reel işgücü maliyetlerindeki düşüş, faiz oranlarındaki düşüşün yarattığı finansman kolaylığı, ihracat fiyatlarındaki artış gösterilmektedir.

2004 yılında 'sürdürülebilir ihracat artışını sağlayacak ihracat yapısını oluşturmak' amacıyla üçer yıllık dönemler halinde uygulanmak amacıyla İhracat Stratejik Planı yürürlüğe konmuştur. İlk planın amaçları arasında 'ihracatın ülke ekonomisine verdiği desteği sürekli hale getirmek, Türkiye ekonomisini tam anlamıyla ihracata dayalı kalkınma stratejisi izleyen, dünya ile bütünleşmiş bir konuma getirebilmek ve ihracat artışını konjonktür değişimlerinden mümkün olduğunca arındırarak sürdürülebilir bir ihracat artışı sağlamak' hedefi yer almıştır (DTM, 2009: 7).

2.2.3.4. 2008 Küresel Krizinin Yansımaları

2008 yılının sonlarına doğru ülke ekonomilerini de etkilemeye başlamış olan finansal krizin kaynağı, ABD ekonomisinde finans kesiminin 2007 yılının ilk başlarından itibaren yaşadığı konut kredileri olarak gösterilebilir. Düşük gelirli ABD vatandaşları FED'in kısa vadeli faiz oranını % 1'e indirdiğinde, düşük faizden yararlanıp ipotekli ev kredisi almaya başlamıştır. Daha sonra FED faiz oranlarını yükseltmeye başlayınca 2004 yılından itibaren birçok kredi borçlusunu kredilerini geri ödeyemez duruma gelmiş ve finansal sistem krize girmiştir. ABD kaynaklı bu kriz, Türkiye ekonomisini finans kesiminden önce reel sektör üzerinde etkisini göstermiş ve GSYİH' deki büyüme hızı 2007 yılında % 4,5'e düşmüştür. Tarım'daki şiddetli daralmayı (% -7,3), imalat sanayi (% 5,4) ve inşaat sanayindeki (% 5) yavaşlama izleyince GSYİH' deki artış 2002 yılından bu yana en düşük oranda gerçekleşmiştir. (TCMB, 2009: 25)

Krizin gelişmekte olan ülkeleri de derinden etkilemesinin birçok nedeni vardır. Öncelikle sıcak paranın kaynağı olan ülkelerde sorunların ortaya çıkması gelişmekte olan ülkelerin de etkileneceği korkusu ile sıcak paranın kaçışına yol açmıştır. Gelişmiş ülkelerde büyüme hızının düşmesi talebin de gerilemesine yol açınca gelişmekte olan ülkelerde ithalat ve buna bağlı olarak dış ticaret gelirleri azalmaya başlamıştır ve sonuçta ekonomilerinin küçülmeye başlamasına neden olmuştur. 2008 küresel krizi daha önceki krizlerden farklı olarak tam anlamıyla küresel olup dünyadaki bütün ülkeleri etkilemektedir (Eğilmez, 2009: 67).

Küresel kriz Türkiye ekonomisini esas olarak dış kaynak, iç kredi, dış ticaret ve güven kanallarındaki bozulma ile etkilemektedir. Küresel likiditenin genişlediği dönemde kaldıraç etkisiyle işleyen hedge fonlar ve özel yatırım fonları, buradan aktarılan fonların giderek daha da azalmasıyla birlikte döviz arzı azalmakta ve Türk Lirasındaki değer kaybı hızlanmaktadır. Küresel krizle birlikte dışarıdan temin edilen kaynaklardaki azalma ile birlikte şirketler ve banka bilançoları küçülmekte dolayısıyla bu şirketlerin tedarik zincirleri olumsuz etkilenmektedir. Ticari kredilerdeki daralma KOBİ, esnaf ve çalışanlar tarafından ağır bir şekilde hissedilmektedir. Mali piyasalardaki krizin reel sektörlere de yansması sonucunda büyüme hızları düşmüş dolayısıyla da dış ticaret hacmi hızla daralmıştır. Türkiye'nin

ihracat hacmi bu daralmadan çok şiddetli bir biçimde etkilenmektedir (Çetin,2010: 152).

Türkiye ekonomisinde daha önce yaşanan 1994, 2000 ve 2001 krizlerinde makro ekonomik politikalarda uyumsuzluk ve kamu maliyesindeki bozukluklar ile karşı karşıya kalınmıştır. Daha önce yaşanan kriz dönemlerinde krize yol açan makro ekonomik dengesizlikleri gidermek amacıyla 24 Ocak Kararları, 5 Nisan Kararları ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulamaya konulmuştur. Her üç programın uygulanmasında da iç ve dış piyasalara güven vermek amacıyla IMF ile stand-by anlaşması imzalanmış ve ek dış finansman olanağı sağlanmıştır. Küresel kriz döneminde ise makro ekonomik dengelerin önceki kriz dönemlerine göre nispeten daha sağlıklı olması nedeniyle krizden çıkış için kapsamlı bir program yürürlüğe konmamış ve IMF ile bir anlaşma imzalanmamıştır. Ancak, sınırlı canlandırma paketleri devreye sokularak maliye politikası gevşetilirken, Merkez Bankası tarafından da döviz ve Türk Lirası likiditesine yönelik önlemler alınmış ve gecelik faiz oranları önemli ölçüde indirilerek para politikası da gevşetilmiştir.

Küresel krizin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri 2008 yılının üçüncü çeyreğinden sonra giderek artan oranda hissedilmeye başlanmıştır. 2008 yılında büyüme oranı % 0,9 olarak gerçekleşmiştir. İmalat sanayideki çıktı kaybı 2009 yılı ocak ayında % 24 oranında gerçekleşmiş ve kriz öncesi seviyesine bir daha ulaşamamıştır. Hükümet çıktı kayıpları ve işsizlikteki artışa karşı savaşmak için bir dizi canlandırma paketi uygulamaya koymuştur. Türkiye ekonomisinin küresel krize karşı yanıtı vergi indirimleri ve işsizlik ve yatırımları canlandırmayı teşvik etmek olmuştur. Emek piyasasıyla ilgili ilk paket 2008 yılı Ekim ayında duyurulmuştur. Bu pakette; sosyal güvenlik primlerinin % 5 oranında azaltılması, işsizlere yapılan ödemeler % 11 artırılması gibi önlemler yer almıştır.

Tablo 10: Harcama Yönünden GSYİH (2008-2011)

Harcama Kalemlerinin GSYİH İçindeki Payları % Değişim				
	2008	2009	2010	2011
Toplam Tüketim	83,6	86,8	85,6	85,1
Özel Tüketim	68,9	70,6	71,3	71,1
Kamu Tüketim	14,7	16,2	14,3	14
Sabit Sermaye Y.	24,9	21,2	18,8	21,9
Özel Sermaye Y.	19,8	16,1	14,9	18,1
Kamu Sermaye Y.	5,1	5,1	3,9	3,9
Stok Değişimleri	0,2	-2,0	1,2	1,9
Net İhracat	-2,8	1,2	-5,5	-8,9
İhracat	25,5	25,3	21,1	23,8
İthalat	-28,3	-24,1	-26,6	-32,7

Kaynak: TÜİK ve Kalkınma Bakanlığı verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Tablo 10, Türkiye ekonomisinde küresel finans krizi sonrasında harcama kalemlerinin milli gelir içindeki payını göstermektedir. Buradan görüldüğü gibi tüketim harcamalarının GSYİH içindeki payı 2008 yılında % 83,6 iken 2009, 2010 ve 2011 yıllarında sırasıyla % 86,8, % 85,6 ve % 85,1 olmuştur. Bu artışın kaynağında 2009 yılında kamu tüketim harcamalarındaki artış ve sonrası yıllarda özel sektördeki artış olduğu görülmektedir. Sabit sermaye yatırımlarının payı 2009 yılında yaklaşık % 4 oranında azalmıştır. Bu azalışın nedeni olarak 2008 küresel finans krizinin ülke ekonomisine etkileri nedeniyle özel sermaye yatırımlarında meydana geldiği söylenebilir. Bu azalış 2010 yılında da devam etmiş ve özel sermaye yatırımlarının GSYİH' ye oranı % 14,9'a kadar gerilemiştir. Ekonominin toparlanma sürecinden sonra sabit sermaye yatırımları yükselişe geçmiş fakat kriz öncesi değerlerine yine de ulaşamadığı Tablo 10'dan görülmektedir.

Bu döneme ilişkin stok değişimleri kalemine bakıldığında ise 2009 yılındaki ekonomik büyümeye paralel olarak stokların % 2,0 oranında azaldığı görülmektedir. Ekonominin yeniden büyüme evresine geçtiği 2010 yılı ve sonrasında ise stok değişimlerinin milli gelire katkısı yeniden % 2 seviyesine yaklaşmıştır. Tablo 10'da görülen son kalem ise net ihracattaki gelişmelerdir. Ekonomik büyümenin bir fonksiyonu olan ithalatın milli gelir içindeki payı 2009 yılındaki ekonomik

küçölmeyle birlikte biraz olsun düştüğü için, 2009 yılında net ihracat % 1,2 oranında pozitif görünüm kazanmıştır. 2010 ve 2011 yıllarında ise kriz öncesi seviyesine yeniden yaklaşmış ve ithalatın güçlü artışıyla birlikte net ihracatın GSYİH' ye oranı % -8,9 oranına ulaşmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ

Önceki bölümlerde açıklandığı gibi finansal serbestleşme teorisi çerçevesinde uluslar arası sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılmasını savunanlar, serbestleşen sermayenin iktisadi etkinliği artıracığını savlamaktadırlar. Bu görüşü savunanların temel varsayımı, uluslar arası finansal piyasalarda işlem gören iktisadi karar birimlerinin ve tasarruf sahiplerinin portföylerini akılcı bir şekilde yönlendirerek en yüksek getiriye elde edecekleridir. Bununla birlikte, iktisadi karar vericiler ve tasarruf sahipleri en yüksek getirinin yanında kazançla yönelik riskleri ve getirileri doğru bir şekilde fiyatlandırıp, belirsizlikleri azaltacak bilgiye de ulaşacaklardır (Taylor ve Sarno, 1997: 24). Ortaya atılan bu görüşlere ek olarak Obstfeld (1998) uluslar arası sermaye piyasalarının küresel tasarrufları her yerde en üretken bir şekilde değerlendireceğini öne sürmektedir.

Uluslararası sermayenin sınırsız dolaşımını savunanların bir diğer teorik dayanağı ise, sermaye piyasasında yatırım yapanların, herhangi bir ülkede uygulanan iktisat politikalarının kötü ya da iyi olmasını anında cezalandırıp veya ödüllendirip piyasanın etkinliğini sağlayacağına olan beklentileridir (Yentürk ve Çimenoğlu,2005: 101). Böylece, sermaye hareketlerinin büyüklüğü ve etkinliği hükümetleri daha kontrollü ve daha piyasa dostu iktisat politikaları uygulamaya zorlayacaktır.

Son çeyrek yüzyılda finansal serbestleşmeye bağlı olarak uluslar arası sermayenin sınırsız dolaşımının, makroekonomik gelişmeyi ve piyasaları olumsuz etkileyeceğini öne sürenler de olmuştur. Bu görüşe itirazı olanların bir kısmı tamamen sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine bir kısmı ise serbestleştirmenin şekline, zamanına ve hızına karşı çıkmışlardır. Bu karşı çıkışların ortak özelliği, gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerini serbestleştirmeden önce gerekli bütün iktisadi, mali ve hukuki altyapının oluşturulması gerektiğine olan düşünceleridir.

Serbestleşen sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerinde yaratacağı olumsuzlukları belirten iktisatçıların diğer önemli itiraz noktası, neo-klasik iktisat yaklaşımının finansal piyasaların etkin çalıştığına ve tasarrufların küresel ölçekte dağılıp yatırımların getiri oranlarını eşitlediği varsayımına olmuştur. Bu iktisatçıların

çalışmalarına göre, finansal piyasalar hem küresel tasarruf ve yatırımlardan bağımsız çalışırlar hem de piyasaların çalışması etkin değildir (Akyüz,1993: 13). Bununla birlikte gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin artması faiz oranlarını düşürmediği gibi ülkeler arası yatırım oranlarını da eşitleme eğiliminde olmamıştır.

Türkiye ekonomisi sermaye hareketlerine sınırsız ve koşulsuz giriş-çıkış izni verdiği 1989 yılından sonra iki tane çok önemli krizin yanında çeşitli konjonktürel dalgalanmalar yaşamıştır. Bu sebeple söz konusu politikaların Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini incelemek büyük önem taşımaktadır. Çalışmanın bu bölümünde finansal serbestleşme sonrası oluşan sermaye akımlarının ekonominin temel dengelerinden reel sektör dengesi, ödemeler dengesi ve para piyasası dengesi üzerindeki etkileri incelenecektir.

3.1. SERMAYE GİRİŞLERİ VE TÜRLERİNE GÖRE DAĞILIMI

Türkiye ekonomisi 1989 yılında uluslar arası sermaye hareketlerini, 1990 yılında ise yabancı para cinsinden işlemleri serbest bırakmış ve Türk Lirası'nın konvertibilitesini duyurmuştur. Bu gelişmelerin ardından Türkiye'ye giren yabancı sermaye miktarında önemli artışlar yaşanmıştır. Türkiye'nin 1980 sonrasında başlayan ve 1989 yılında finansal alandaki serbestleşmeyle devam eden ekonomik yapısal dönüşüm sürecinde önceki dönemlere göre daha fazla sermaye hareketiyle karşı karşıya kaldığı görülmektedir. Fakat sermaye hareketlerindeki girişlerin gelinen bu noktada çok istikrarlı olmadığı, hem büyüklük yönünden dalgalanmalar yaşadığı hem de nitelik olarak ekonominin dönüşümüne ve gelişimine pek katkı sağlamadığı söylenebilir.

Türkiye ekonomisindeki sermaye girişlerinin istikrarsız ve istenilen sonuçları yaratamamasının nedeni, mali sistemin uluslar arası sermaye akımlarının oluşturabileceği dalgalanmalara karşı kendini koruyabilecek kadar güçlü bir yapıya kavuşamaması olarak değerlendirilmektedir (Yentürk, 2005: 108). Buna ilaveten, mali sistemin gözetim ve denetimini sağlayacak mekanizmaların yokluğu ya da var olan mekanizmaların uygulama aşamasında politik baskıdan etkilenmesi ve etkili çalışmaması da sistemin kırılğanlığına ve sermaye girişlerinin etkisizleşmesine neden olmuştur.

1990'lı yıllara kadar nispeten yeterli tasarruf oluşturamayan Türkiye ekonomisi, sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle gelen dış tasarruflar aracılığıyla yüksek ve istikrarlı iktisadi büyüme elde edeceği beklentisine bağlı olarak yabancı sermayeye kapılarını açmıştır. Bunun dışında kamunun artan finansman ihtiyacının giderilmesi için yabancı tasarrufları ülkeye çekme zorunluluğu da serbestleşme kararının önemli destekleyicisi olmuştur. Finansal serbestleşme için gereken yasal ve kurumsal düzenlemelerden sonra, yüksek reel faizin de etkisiyle ülkeye büyük miktarlarda yabancı sermaye girişleri olmuştur.

Tablo 11: Sermaye Hareketleri Dengesi (1990-2001- Milyon Dolar)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1990-1995
Sermaye Hareketleri	4.037	-2.397	3.648	8.963	-4.194	4.643	14.700
Doğrudan Yatırımlar	700	783	779	622	559	772	4.215
Portföy Yatırımlar	547	623	2.411	3.917	1.158	237	8.893
Diğer Uzun Vadeli Yat	-210	-783	-938	1.370	-784	-79	-1.424
Kısa Vadeli Yatırımlar	3.000	-3.020	1.396	3.054	-5.127	3.713	3.016
Net Hata ve Noksan	-468	948	-1.190	-2.222	1.769	2.354	1.191
Karşılık Kalemleri	364	170	0	0	0	0	534
Rezervlerdeki Top Değ.	-1.308	1.029	-1.484	-308	-206	-4.658	-6.935
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	1996-2001
Sermaye Hareketleri	5.555	7.053	-755	4.670	9.445	-13.882	12.086
Doğrudan Yatırımlar	612	554	573	138	112	2,769	4,758
Portföy Yatırımlar	570	1.634	-6.711	3.429	1.022	-4.515	-4.571
Diğer Uzun Vadeli Yat	1.636	4.788	3.985	344	4.276	-1.130	13.899
Kısa Vadeli Yatırımlar	2.737	77	1.398	759	4.035	-11.006	-2.000
Net Hata ve Noksan	1.427	-1.071	-782	1.896	-2.623	-2.356	-3.509
Karşılık Kalemleri	0	0	0	0	0	0	0
Rezervlerdeki Top Değ.	-4.545	-3.344	-447	-5.206	2.997	12.924	2.379

Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Türkiye ekonomisinde 2001 yılına kadar yaşanan ekonomik ve mali istikrarsızlık ve bunun yanında yasal ve kurumsal boşluk, kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı (portföy) sermaye hareketleri için oldukça cazip bir çekim merkezi olmuştur. Tablo 11’de görüldüğü gibi portföy ve kısa vadeli sermaye girişleri toplam sermaye hareketlerinin büyük kısmını oluşturmuştur. Bunun yanı sıra ekonominin kriz yıllarında (1994 ve 2001) portföy yatırımları büyük miktarlarda çıkış yaparak, finansal serbestleşmenin beklediği katkıyı yapmaktan da oldukça uzak kalmıştır. 1994 krizi öncesi yaklaşık 4 milyar doları bulan portföy yatırımları kriz ve sonrası yıllarda düşüş göstermektedir. 1998 Rusya krizi ise sıcak parayı huzursuz etmiş ve yaklaşık 7 milyar dolarlık portföy çıkışı olmuştur. Portföy yatırımları çıkışının ülke ekonomisinde yarattığı tahribatın bir etkisi de bankacılık sisteminde ortaya çıkmıştır. Hızlı sermaye giriş ve çıkışlarının yarattığı finansal sistemin kırılganlığı, bankalar üzerinde denetim olmaması nedeniyle bankaların yüksek miktarlarda açık pozisyon ile çalışmaya başlamasına neden olmuştur. Açık pozisyona sahip bankalar devalüasyon dönemlerindeki ani ve aşırı döviz talepleriyle 1994 ve 2001 krizlerinin oluşmasında büyük pay sahibi olmuştur.

Tablo 12: Sermaye Hareketleri Dengesi (2002-2011, Milyon Dolar)

	2002	2003	2004	2005	2006
Sermaye Hareketleri	1.191	7.192	17.730	43.502	42.691
Doğrudan Yatırımlar	939	1.222	2.005	8.967	19.261
Portföy Yatırımlar	-593	2.465	8.023	13.437	7.415
Kısa Vadeli Yatırımlar	-1.279	4.283	1.537	7.791	-10.557
Net Hata ve Noksan	-758	4.450	1.071	2.824	185
Rezervlerdeki Top. Değ.	212	-4.097	-4.342	-23.200	-10.625
	2007	2008	2009	2010	2011
Sermaye Hareketleri	48.518	32.765	10.065	58.929	66.370
Doğrudan Yatırımlar	19.941	16.955	6.858	7.794	13.412
Portföy Yatırımlar	833	-5.014	227	16.093	21.986
Kısa Vadeli Yatırımlar	-4.156	-1.043	-3.518	28.125	11.869
Net Hata ve Noksan	1.170	4.120	4.147	2.733	11.979
Rezervlerdeki Top Değ.	-12.015	2.758	-791	-14.968	-1.014

Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Türkiye ekonomisinin iki büyük krizin ardından (1994 ve 2001) yeniden yapılandığı ve dünyadaki bollaşan likiditeyle paralel olarak yüksek büyüme oranlarının yaşandığı 2002 sonrasında ise portföy yatırımları hem giriş hem de çıkış miktarı açısından yüksek değerlere ulaşmıştır. Tablo 12'den görüldüğü gibi 2007 yılındaki ABD kaynaklı küresel kriz öncesi yaklaşık 13,5 milyar dolar giriş yapan portföy yatırımları, kriz ve sonrası yılda yeniden çıkış yapmıştır. Küresel krizden toparlanan dünya konjonktürüne bağlı olarak yeniden 2010 ve 2011 yıllarında yaklaşık olarak toplam 38 milyar dolarlık portföy yatırımı gerçekleşmiştir.

Söz konusu dönemlerde portföy yatırımları olarak ülkeye gelen sermaye girişi yanında yine Türkiye'den yabancı ekonomilere de portföy çıkışları yaşanmıştır. 1980-89 yılları arasında toplam 90 milyon dolarlık sermaye çıkışı olurken, 1990-99 döneminde bu miktar 6,4 milyar dolara, 2000-2010 döneminde ise yaklaşık 21 milyar dolara ulaşmıştır (Yılmaz, 2011: 90). Bu sonuçlara göre Türkiye'ye spekülasyon amaçla gelen yabancı sermayenin yanında, aynı zamanda Türkiye'den de dünyaya kar elde etmek için sermaye çıkışı yaşanmıştır.

Sermaye girişlerinin bir diğer etkisi ödemeler dengesinin doğrudan yatırımlar kalemi üzerinden gerçekleşmektedir. Doğrudan yatırımlar sermaye ve finans hesabındaki, portföy ve diğer yatırımlar kalemleriyle toplam sermaye girişini oluşturur. Doğrudan yabancı yatırımlar yerleşik olmayan kişiler tarafından spekülasyon amaçlı portföy yatırımlarına göre ar-ge, teknolojik gelişme, fiziki genişleme gibi maddi yatırımları içerir (Gündem, 2008: 122). Bu açıdan yatırım kalemleri içinde doğrudan yabancı sermaye yatırımı, istihdama ve üretime yönelik katkısının olması, finansal serbestleşme kapsamında ülke ekonomilerinin arzuladığı yatırımlardır.

Doğrudan yatırımların toplam sermaye girişleri içindeki payı 2001 yılına kadar oldukça düşük seyretmiştir. 2001 yılındaki krizden sonra IMF ile yapılan stand-by anlaşmaları sonucu ekonominin yapısal yönüne yönelik yeni reformlar ve özelleştirme programları doğrudan yatırımların miktarını sürekli artırmış ve 2005 ve onu izleyen 3 yıl boyunca rekor seviyelerine yükselmiştir. Fakat 2008 yılındaki ABD kaynaklı küresel krizin etkisiyle, 2009 ve 2010 yıllarında görece azalmıştır. 1980-1989 yılında toplam yaklaşık 2 milyar dolar olan doğrudan yatırım miktarı, 1990-2001 döneminde yaklaşık 9 milyar dolara ve 2001 yılından sonra ise yaklaşık 90 milyar dolara ulaşmıştır.

3.2. SERMAYE GİRİŞLERİ VE DÖVİZ KURLARI

Finansal serbestleşme sonrası sermaye akımlarının yöneldiği ülkelerde uygulanan döviz kuru sistemlerine bağlı olarak o ülkenin parası değer kazanmaktadır. Sermaye girişlerinin yaşandığı ülkelerde esnek döviz kuru sistemi sürdürülmekeyse, sermaye girişleri sonucu döviz arzının artması, ulusal paranın değer kazanmasına yol açar. Döviz kuru sistemi sabit olarak belirlendiyse sermaye girişleri o ülkenin uluslar arası rezervlerini artırır (Yeldan, 2006: 50). Sermaye girişleri ülke ekonomilerinde likidite artışlarına yol açtığı için, genellikle faiz oranlarının düşük kalmasına neden olur. Bunun sonunda düşük faiz oranları yurtiçi harcamaları artırıcı bir etki göstermektedir.

Yabancı sermaye girişleri sonrasında ulusal paranın değer kazanması o ülke ekonomisinde kısa ve uzun vadeli etkiler yaratmaktadır. Ulusal paranın değerlenmesinin kısa vadeli etkisi enflasyon üzerinde bastırıcı şekilde ortaya çıkar. Aşırı değerli ulusal para sonrasında artan ithalat hem Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) içindeki mal fiyatlarının azalmasına hem de ithal hammadde ve yatırım mallarının fiyatlarının düşmesiyle üretimi canlandırarak, enflasyon üzerinde düşürücü bir etki yaratmaktadır (Keskin, 2008: 67).

Sermaye girişleri sonucu ulusal paranın aşırı değerlenmesi uzun dönemli etkiler bakımından birçok olumsuzluğu beraberinde getirmektedir. Bu olumsuzlukların başında ithalatın artması nedeniyle dış ticaret açıklarının ve cari açığın yükselmesi gelmektedir. Özellikle cari açığın yükselmesi sonucunda birkaç makroekonomik değişken etkilenerek, tasarruf açığı ve borçlanmanın artması, devalüasyon beklentisinin artması ve yabancı sermayenin ani çıkışı ülkeleri krize götürebilmektedir.

Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşme öncesinde uygulanmakta olan sabit döviz kuru sisteminde Türk Lirası'nın değeri hükümet tarafından değişen ekonomik koşullara göre düzenlenmekteydi. Bu düzenlemelerdeki aksaklıklar ve gecikmeler Türk Lirası'nın bazı dönemlerde aşırı değerli olmasına neden olmuştur. 24 Ocak 1980'deki istikrar programıyla daha gerçekçi ve esnek bir döviz kuru politikası uygulaması başlatılmıştır. Daha sonrasında ise 1981 yılında TCMB günlük kur uygulamasına geçtiğini açıklamıştır. 1988 yılına gelindiğinde ise Merkez

Bankası tarafından döviz piyasasında kurların oluşumu serbest piyasa güçlerine bırakılmıştır (Yılmaz, 2011: 108).

Tablo 13: 1980-2011 Döneminde Döviz Kurları

YIL	Nominal Dolar Kuru	Reel Dolar Kur	Nominal Euro Kuru	Reel Euro Kuru (*)	SERMAYE HAREKETLERİ (Milyon \$)
1980	77	77	-	-	-
1981	112	78	-	-	-
1982	164	89	-	-	-
1983	228	98	-	-	-
1984	368	106	-	-	-
1985	525	99	-	-	-
1986	680	94	-	-	-
1987	861	90	-	-	-
1988	1.431	88	-	-	-
1989	2.125	74	-	-	-
1990	2.612	58	-	-	4.037
1991	4.184	58	-	-	-2.397
1992	6.888	59	-	-	3.648
1993	11.058	56	-	-	8.963
1994	29.848	73	-	-	-4.194
1995	45.952	60	-	-	4.643
1996	81.796	60	-	-	5.555
1997	152.805	62	-	-	7.053
1998	262.233	61	-	-	-755
1999	422.152	63	447.830	67	4.670
2000	626.712	63	576.710	58	9.445
2001	1.231.322	81	1.098.960	72	-13.882
2002	1.513.102	72	1.436.660	69	1.191
2003	1.500.269	58	1.693.430	66	7.192
2004	1.429.202	49	1.776.210	61	17.730
2005	1.347.300	43	1.677.590	54	43.502
2006	1.434.560	42	1.808.680	53	42.691
2007	1.305.000	36	1.786.800	49	48.518
2008	1.296.900	32	1.904.900	47	32.765
2009	1.551.000	37	2.160.900	51	66.370
2010	1.503.980	33	1.994.150	44	58.929
2011	1.674.030	34	2.328.000	47	10.065

Kaynak: TCMB ve Kalkınma Bakanlığı verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir. Reel Kur: 1998 bazlı GSYİH Deflatörü kullanılarak hesaplanmıştır.

(--): veri bulunamamıştır.

Tablo 13'ten de görüldüğü üzere reel dolar kuru 1989 yılındaki finansal serbestleşme kararından sonra sürekli azalma eğilimi göstermiş ve 1994 ve 2001 yılındaki kriz yıllarında ise 1989 yılındaki seviyesine yükselmiştir. Reel kurların gelişimi 1989 yılı sonrasında Türkiye ekonomisine giriş yapan yabancı sermaye ile birlikte düşme eğilimi gösterirken; 1994 ve 2001 kriz yıllarındaki sermaye çıkışlarıyla tekrar yükselerek 1989 seviyesine dönmüştür. Tablo 13'ten çıkan başka bir sonuç ise 2001 sonrası reel kurların son 30 yıldaki en düşük düzeylerine inmiş olmasıdır. Türkiye ekonomisinde döviz kurlarının uzun yıllar düşük tutulması kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı sermaye hareketlerini özendirirken, ayrıca ihracatın hızında bir yavaşlamaya ve ithalat miktarında ise büyük oranlı artışlara neden olmuştur. Kriz dönemlerindeki zorunlu devalüasyon dışında Türkiye ekonomisindeki döviz kurları büyük oranda özellikle de kısa vadeli sermaye hareketleri tarafından belirlenmiştir.

Finansal serbestleşmenin döviz kurundaki bir önemli etkisi ise, döviz kurlarının belirlenmesindeki asli fonksiyonu değiştirmiş olmasıdır. Finansal serbestleşme sonrasında, 1990 yılından sonra döviz kuru mal ticaretinden daha ziyade kısa vadeli ve portföy yatırımların aşırı giriş ve çıkışları tarafından belirlenmeye başlamıştır (Kepenek ve Yeldan, 2005: 323). Türkiye ekonomisinde 1989 sonrası döviz kurunun dengesi yeniden ve farklı bir düzeyde oluşmaya başlamış ve Türk Lirası'nın daha değerli olduğu bir süreç yaşanmıştır. Türkiye ekonomisinin 1980 yılından beri izlediği reel döviz kuru seviyesi 1989 yılından sonra düşmeye başlamış ve Türk Lirası aşırı değerli konumunu 1994 ve 2001 kriz yılları dışında sürdürmüştür (Gündem, 2008: 115).

2001 yılındaki TCMB tarafından ilan edilen dalgalı kur sistemi çerçevesinde döviz kurlarının döviz piyasasındaki arz ve talep miktarına göre belirlenmesiyle birlikte, sermaye giriş ve çıkışlarının döviz kurundaki ani oynaklığını gidermek amacıyla, TCMB tarafından döviz kurunun alt ve üst sınırlarındaki dalgalanmalara döviz alım-satım ihaleleriyle müdahale edeceği açıklanmıştır (TCMB, 2007: 8). 2002-2007 yılları arasında TCMB piyasadan net olarak yaklaşık 55 milyar dolarlık döviz almıştır. 2006-2009 yılındaki döviz alımları ise nispeten daha düşük olarak yaklaşık 28 milyar dolara inmiştir. 2010 ve 2011 yıllarında ise 15 ve 7 milyar dolarlık döviz alım ihalesi yapılmıştır.

3.3. SERMAYE GİRİŞLERİ, DIŞ TİCARET VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ

Finansal serbestleşme sonrasında sermaye girişlerinin yaşandığı ülkelerde cari işlemler hesabının açık vermesi halinde, bu açıklarının finansmanında yeniden net sermaye girişleri devreye girmektedir. Özellikle 2001 sonrasında dünyadaki likidite bolluğuna bağlı olarak cari işlemler açığını kapatmak için ülkeye gelen sermaye girişlerindeki artışlar, cari işlemler açıklarının tutarlarından daha fazla olmuştur (Keskin, 2008: 75). Cari işlemler açıklarından daha fazla olan sermaye girişleri, kurlar üzerindeki etkisinden dolayı yeniden cari işlemler açıklarının oluşmasına ya da artmasına neden olmaktadır. Bu mekanizma sonunda sermaye girişleri yurtiçinde döviz kurlarını düşürmekte ve böylece ulusal paranın değer kazanmasını sağlayarak ülkeyi cari açık vermeye götürmektedir. Ulusal paranın değer kazanması ise, ihracatı pahalı hale getirip, ithalatı arttırdığı için dış ticaret açıkları üzerinden cari işlemler açığına sebep olmaktadır.

Sermaye girişlerinin neden olduğu ulusal paradaki değerlenmenin dış ticaret ve cari işlemler dengesi üzerindeki etkisi çok daha kapsamlı olarak değerlendirilebilir. Bir ülke ekonomisinde ulusal paradaki değerlenme ihracatı pahalılaştırarak ihracatçı sektörlerin rekabet etkinliğini zayıflatır, ayrıca ucuzlayan ithalatın artmasıyla ekonomiyi yapısal anlamda dışa bağımlı hale getirir. Bunun sonucunda hızla artan dış ticaret açıkları o ülkenin cari işlemler açıklarının artmasına yol açar.

Tablo 14: Sermaye Girişleri ve Cari İşlemler Dengesi (Milyon Dolar)

YIL	Toplam Sermaye Hareketleri	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	Cari İşlemler Dengesi	Net Hata Ve Noksan
1986	2.124	125	146	1.041	812	-1.465	-118
1987	1.891	106	282	1.453	50	-806	-506
1988	-958	354	1.178	-209	-2.281	1.596	515
1989	780	663	1.386	-685	-584	938	971
1990	4.037	700	547	-210	3.000	-2.625	-468
1991	-2.397	783	623	-783	-3.020	250	948
1992	3.648	779	2.411	-938	1.396	-974	-1.190
1993	8.903	622	3.917	1.370	2.994	-6.433	-2.162
1994	-4.257	559	1.158	-784	-5.190	2.631	1.832
1995	4.565	772	237	-79	3.635	-2.339	2.432
1996	5.483	612	570	1.636	2.665	-2.437	1.499
1997	6.969	554	1.634	4.788	-7	-2.638	-987
1998	-840	573	-6.711	3.985	1.313	2.000	-713
1999	4.829	138	3.429	344	918	-925	1.302
2000	9.584	112	1.022	4.276	4.174	-9.920	-2.661
2001	-14.557	2.855	-4.515	-1.131	-11.766	3.760	-2.127
2002	1.191	958	-593	2.105	-1.279	-626	-777
2003	7.192	1.252	2.465	-808	4.283	-7.515	4.420
2004	17.730	2.005	8.023	6.165	1.537	-14.431	1.043
2005	43.502	8.967	13.437	13.307	7.791	-22.137	1.835
2006	42.691	19.065	7.373	26.810	-10.557	-31.893	-173
2007	48.518	19.924	717	32.033	-4.156	-37.549	1.059
2008	32.765	15.133	-4.778	23.453	-1.043	-41.524	4.120
2009	10.065	8.409	2.938	-10,735	-3.518	-13.370	4.147
2010	58.929	9.038	19.617	2.385	28.125	-46.643	2.733
2011	66.370	15.732	19.527	9.752	11.869	-77.236	11.979

Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Cari işlemler dengesi ile sermaye girişleri arasındaki ilişkiyi gösteren Tablo 14'e bakıldığında, Türkiye ekonomisinde son 25 yıl boyunca cari işlemler fazlası verildiği yıllar, ülke ekonomisinin büyük krizler yaşadığı ve bu krizlerden yüksek oranlı devalüasyonlarla çıkıldığı zamanlar olmuştur. Tablo 14'ten takip edilirse, 1993-1994, 2000-2001 krizleri ve 2008-2009 küresel krizinin öncesi ve sonrası cari açıkların azalıp devalüasyon yoluyla ya da ithalat miktarına bağlı azalmayla cari işlemler fazlasına döndüğü görülmektedir. Örnek olarak, 1993 yılında yaklaşık 6,5 milyar dolar olan cari işlemler açığı, 5 Nisan 1994 kararlarıyla, krizin hemen

sonrasında 2,6 milyar dolar fazlaya dönüşmüştür. Benzer şekilde Türkiye ekonomisinde 2000 yılında yaklaşık 10 milyar dolar olan cari açık, 2001 krizi sonrası yüksek devalüasyon nedeniyle 3,8 milyar dolarlık cari fazla olmuştur.

Türkiye ekonomisinde 1990 yılından sonra iki ya da üçer yıl süren cari işlemler açığı, yaşanan krizlerin etkisiyle daha sonra cari işlemler fazlasına dönüşmüştür. Cari işlemler fazlası verebilmek için yüksek devalüasyonların yaşanması ihtiyacı, cari açığın kaynağının dış ticaret açığı ile yakından bağlantılı olduğunu göstermesi bakımından önemli bir gösterge olmuştur (Kepenek ve Yentürk, 2007: 326). Kriz yılları öncesinden gelen yüksek cari açıklar ekonomide istikrar açısından bir dengesizlik yaratmaktadır. Yüksek cari açıkların sürdürülemez olacağı beklentisi ve devalüasyon olasılığının yükselmesi, yeni krizlerin başlangıcını oluşturmaktadır.

Yukarıdaki Tablo 14'ten çıkarılacak önemli bir nokta ise sermaye girişleri ile cari işlemler açığının miktarı arasındaki ilişki olmuştur. Özellikle 2001 krizinden sonra sermaye girişlerinin sürekli artması ve sonucunda Türk Lirası'nın değer kazanması, ithalat aracılığıyla cari işlemler açığını sürekli yükseltmiş ve sermaye girişleri ile aradaki makasın daha da açılmasına neden olmuştur. 2004-2008 yılları arasında yaklaşık 185 milyar dolarlık sermaye girişi yaşanmış buna rağmen cari işlemler açığı azalmayıp, toplamda yaklaşık 150 milyar dolarlık cari işlemler açığı oluşmuştur. 2008 yılındaki küresel finans krizi ülke ekonomisini de etkilemiş ve yaşanan ekonomik küçülmeye rağmen cari işlemler açığı azalmış fakat fazla konuma geçememiştir. Krizin etkisinin nispeten ortadan kalktığı ve likidite bolluğunun yaşandığı 2010 ve 2011 yıllarında ise cari açık yeniden 46.643 ve 77.236 milyar dolara ulaşarak ülke ekonomisi için büyük tehlike oluşturmaya devam etmiştir.

Türkiye ekonomisinde 2001 sonrası oluşan yüksek miktarda cari işlemler açığının finansmanının nasıl sağlandığı da ayrıca tartışma konusu olmaktadır. Sermaye akımları içinde doğrudan yabancı yatırımları dışındaki, kısa vadeli ve portföy yatırımları cari işlemler açığının giderilmesinde istikrarlı ve kalıcı bir tedbir olarak görülmemektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar, uzun dönemli ve ekonomik katkısı daha olumlu olan finansman yolu iken, kısa dönemli ve portföy yatırımları borç yaratan ve kırılgan bir finansman aracı olmuştur. Ödemeler bilançosunda yer alan diğer kalem olan net hata ve noksan ise, kaynağı belli olmayan döviz giriş ve

çıkışını göstermektedir (Keskin, 2008: 180). Türkiye ekonomisinde 2002 yılı sonrasında (2006 yılı hariç) net hata ve noksan kaleminin sürekli pozitif bakiye verdiği görülmektedir. Net hata ve noksan kaleminin negatif bakiye vermesi, finansman ihtiyacını artırırken, pozitif bakiye vermesi finansman ihtiyacını azaltmaktadır.

3.4. SERMAYE GİRİŞLERİ VE FAİZ ORANLARI

Finansal serbestleşmeyi savunanlar, sermaye kontrollerinin önündeki engellerin kaldırılması ile tasarrufların yüksek getirili yatırımlara kayacağını ve böylece iktisadi etkinliğin gerçekleşeceğini savlamaktadır. Finansal serbestleşme sonrası sermaye girişleri yurtiçi tasarruf açığı yaşayan gelişmekte olan ülkelere faiz oranlarını yükseltecek, tasarruf fazlası olan ülkelere fon girişine neden olacaktır. Böylece, bu mekanizma faiz oranlarının ülkeler arasında eşitlenmesine yol açacak ve rekabetin artması finansal piyasaların daha etkin çalışmasını sağlayacaktır (İnsel ve Sungur, 2000: 15).

Bununla birlikte dünya ekonomilerindeki uygulamalı çalışmalar ve gözlemler finansal serbestleşme kararları sonrasında gelişmekte olan ülkelere giriş yapan sermayenin, bu ülkelerdeki yatırımların getirisinin gelişmiş ülkelerin seviyesine inmesini sağlamadığını ve yatırımların getirisi ve faiz oranları arasındaki eşitlenme ve yakınlaşma eğilimini ortaya çıkarmadığını göstermektedir (Akyüz, 1993: 27). Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi tasarrufların uluslar arası dağılımında bir iyileşmeye neden olmazken beklenen etkin dağılımı da gerçekleştirememiştir. Bu durumun temel nedeninin uluslar arası sermaye hareketlerinin reel yatırıma yönelmesinden çok, kısa vadeli ve spekülasyon kar elde etme güdüsüyle giriş yapması olmuştur.

Sermaye girişleri sonrasında faiz oranlarının azalma eğilimi göstermemesinin bir diğer nedeni olarak da, gelen yabancı sermayenin ülkelerin tasarruf açığını finanse etmek amaçlı değil, tüketim harcamalarını artırmak ve kredi yaratmak amacıyla gelmesi olarak gösterilebilir. Bunun sonucunda yurtiçi tasarruf arzı artmadığı için faiz oranlarında herhangi bir düşüş yaşanmamaktadır.

Bunun dışında sermaye girişlerinin yoğun olarak yaşandığı ülkelerde, faiz oranlarının düşmemesinin ya da tersine yükselmesinin nedenlerinden birisi de sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki genişletici etkisinin iktisat politikacıları tarafından açık piyasa işlemleri yoluyla giderilmesi olarak gösterilir. Sterilizasyon politikasıyla birlikte, sermaye girişlerinin para arzı ve faiz oranı üzerindeki etkisi izlenen sterilizasyon uygulamasına bağlı olarak değişmektedir (Keskin, 2008: 69). Eğer sermaye girişlerinin yarattığı para arzının tümü sterilize ediliyorsa faiz oranında bir değişiklik oluşmayacaktır. Sermaye girişinin neden olduğu para arzı artışının tümü sterilize edilmiyorsa, faiz oranları da ona göre değişecektir.

Finansal serbestleşmeyle birlikte yüksek miktarlarda yabancı sermaye girişleri yaşanmasına rağmen faiz oranlarının düşmemesinin en önemli nedenlerinden birisi de yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelerde reel yatırımlardan çok spekülâtif yatırımlara yönelmiş olmasıdır. Sadece kısa dönemli ve getirisi ve riski yüksek kazançlara yöneldikleri için spekülâtif amaçlı portföy yatırımları reel yatırımlara dönüşmemektedir (Yentürk, 2005: 64). Türkiye Ekonomisi'nde 1990'lardan itibaren görülen bu olgu dolayısıyla, kamu iç borç senetleri aracılığıyla bankaların açık pozisyonları çoğalmış ve ülkeye gelen yabancı sermaye aşırı dolarlaşma ve bol likidite yaratarak finansal sistemdeki kırılganlığı artırmıştır.

Tablo 15: Enflasyon Oranları ve Reel Faizler (1984-2011)

YIL	TÜFE	HAZİNE FAİZİ		MEVDUAT FAİZİ		ABD Hazine Bonusu Faiz Oranı	Toplam Sermaye Girişi Milyon \$
		Cari	Reel	Cari	Reel		
1984	49,7	43,0	-6,9	45,0	-5,6	-	-
1985	44,2	50,6	7,2	55,0	10,3	-	-
1986	30,7	52,8	21,8	48,0	18,0	-	2.124
1987	55,1	49,0	-1,7	52,0	0,2	-	1.891
1988	61,6	64,4	-2,1	83,9	9,5	-	-958
1989	64,3	59,8	-1,5	58,8	-2,1	-	780
1990	60,4	54,0	3,6	59,4	7,2	7,5	4.037
1991	71,1	80,5	13,4	72,7	8,5	5,4	-2.397
1992	66	87,7	16,3	74,2	8,0	3,5	3.648
1993	71,1	87,6	17,1	74,8	9,1	3,0	8.903
1994	125,5	164,4	5,9	95,6	-21,6	4,3	-4.257
1995	76	121,9	34,6	92,3	16,7	5,6	4.565
1996	79,8	135,2	27,2	93,8	4,8	5,1	5.483
1997	99,1	127,2	19,0	96,6	2,9	5,0	6.969
1998	69,7	122,5	44,2	95,5	26,7	4,8	-840
1999	68,8	104,3	25,4	46,7	-9,9	4,6	4.829
2000	39	38,2	4,1	45,6	9,8	5,8	9.584
2001	68,5	99,6	5,8	62,5	-13,8	3,4	-14.557
2002	29,7	62,7	24,4	48,2	13,3	1,6	1.191
2003	18,4	42,9	25,5	28,6	12,9	1,0	7.192
2004	9,3	24,9	9,0	22,1	6,5	1,3	17.730
2005	7,7	17,4	10,9	20,4	13,7	3,1	43.502
2006	9,7	18,1	5,8	23,7	10,9	4,7	42.691
2007	8,4	18,4	11,8	21,0	14,3	5,2	48.518
2008	10,1	19,2	10,3	22,9	13,7	2,7	32.765
2009	6,5	11,7	5,5	9,1	3,0	0,3	10.065
2010	6,4	8,1	-0,7	9,9	0,9	0,3	58.929
2011	10,4	8,7	-1,4	7,2	2,6	0,2	66.370
1984-1989	50,9	53,3	2,8	57,1	5,0	-	1,019
1990-1999	78,75	108,5	20,7	80,1	5,2	4,8	3,094
1990-2011	47,6	68,9	15,2	53,1	6,5	3,7	16,133
2000-2011	18,6	32,9	10,1	28,1	8,1	2,6	26,998

Kaynak: TCMB ve Kalkınma Bakanlığı verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Türkiye ekonomisinde görülen faiz oranları, Neoklasik finansal serbestleşme teorisinin beklediğinin aksine reel faiz oranlarının yüksek seviyelerde gerçekleştiğini göstermektedir. Türkiye ekonomisinde reel faiz oranları dönemsel olarak azalma

göstermesine rağmen gelişmiş ülkelerdeki uluslar arası piyasalara göre oldukça yüksek kalmıştır. Tablo 15'te görüldüğü gibi Türkiye'de uzun yıllar enflasyon ve faiz oranları yüksek kalmıştır. Türkiye ekonomisindeki reel faizlerin artmasının önemli bir nedeni de artan kamu açıklarına bağlı olarak devletin büyük miktarda borç kullanmak zorunda kalması olmuştur. Sermaye hareketlerinin serbestleştiği 1989 yılından sonra, nominal faizlerin yüksekliğinden dolayı, reel olarak pozitif düzeylerde seyreden DİBS (Hazine) faiz oranının 2005 yılına kadar iki haneli rakamlar şeklinde ve oldukça yüksek düzeylerde gerçekleştiği görülmektedir. 2006 yılında % 10 seviyesinin altına düşmesine rağmen ABD Hazine bonusu faiz oranıyla karşılaştırıldığında bile ne kadar yüksek kaldığı, reel faizlerin yüksekliğinin bir göstergesidir.

Türkiye'deki faiz oranlarının sermaye girişlerine rağmen yüksek kalmasının bir diğer önemli nedeni ise Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin ekonomik risklerinin ve yatırım ortamının gelişmiş ülkelere göre daha belirsiz olmasıdır. Eğer yurtdışından ülkeye sermaye girişi sağlanmak isteniyorsa yüksek riskli bir yatırım alanı olduğundan yurtiçi reel faizlerin de uluslar arası piyasaların üzerinde olması gerekmektedir. Ayrıca, Türkiye gibi dış kaynak girişiyle büyüyen gelişmekte olan ülkelerde sermayenin akışının devamlı olabilmesi için faiz oranlarının yüksek düzeylerde tutulması bir zorunluluk olarak kendini göstermiştir.

Tablo 15'ten görüldüğü gibi 2000 yılından sonra Hazine faiz oranları azalma eğilimine girmiştir. Burada hemen bu durumda bile ABD Hazine Bonusu faizlerinden yüksek kaldığı belirtilmelidir. Fakat 2000 sonrası faiz oranlarındaki görece düşmenin nedeni uygulanan iktisat politikaları değişikliğinde yatmaktadır. 2000 yılında uygulanmaya konulan döviz kuruna dayalı istikrar programında, sermaye girişleri parasal tabandaki değişimi belirlemiştir. Bu programda parasal taban sermaye giriş çıkışlarına bağlanmış ve ülkeye giren sermayenin parasal taban üzerindeki etkisini azaltmamak için sterilizasyon uygulamasına gidilmemiş ve faiz oranı piyasa tarafından belirlenmiştir. Bu gelişmelerin yanı sıra 2000 istikrar programının uygulanması, kurların üzerindeki belirsizliğin azalması, dış borçlanma olanaklarındaki artış gibi nedenlerle programın başından itibaren faiz oranları ciddi ölçüde azalmıştır (Keskin, 2008: 164).

3.5.SERMAYE GİRİŞLERİ BÜTÇE VE KAMU KESİMİ DENGESİ

1989 yılında gerçekleştirilen finansal serbestleşmeyle birlikte Türkiye kısa vadeli sermaye hareketlerinin yöneldiği çevre ülkelerden birisi olmuştur. Bu dönemde yaşanan 1994, 2000-2001 ve 2008 krizleri ekonominin sermaye akımlarının neden olduğu spekülasyon saldırılarına bütünüyle açık olduğunu ortaya koymuştur. Bu krizler bir yandan ekonominin neoliberal iktisadi politika uygulamalarıyla dünya ekonomisine eklemlenmesinde daha güçlü bir aşamaya geçmesine diğer yandan ise uluslar arası finans kapitalin ve merkez ülkelerin denetimi altına girmesine aracı olmuştur (BSB, 2008: 35).

Türkiye ekonomisini merkez ülkelerin spekülasyon kar amaçlı sermayesi için cazip kılan durum ise, değerlenme krizini aşmaya çalışan finansal sermayeye sağladığı yüksek faiz olmuştur (Balseven ve Önder, 2009; 109). Türkiye'nin 1989 yılından bu yana iktisadi birimlere yurtiçi-yurtdışı faiz oranı farklılıklarına dayalı olarak sunduğu önemli arbitraj karları, finans kuruluşlarının, yurtdışı kaynaklardan elde ettikleri fonları devlete borç vererek varlıklarına göre yüksek yükümlülük oranlarıyla (açık pozisyon) işlem yapmalarına neden olmuştur. Sermaye girişleriyle ilgili para arzı artışı ve bankaların açık pozisyonlarının yükselmesi özellikle 2000-2001 krizleri öncesinde oldukça belirgin hale gelmiştir. Bu dönemde para arzı genişlemesi, istikrar programının öngördüğü döviz kuru politikasının yarattığı avantajlı ortamda kamu ve özel sektörün dış borçlanmaya ağırlık vermesinden kaynaklanmıştır. Uygulanan döviz kuru politikası nedeniyle kur riski düştüğü için dış yatırımcı açısından piyasada geçerli faiz oranında arbitraj fırsatı oluşmuş ve dolayısıyla önemli sermaye girişleri gerçekleşmiştir.

Kamu açıklarının bankacılık sistemi kanalıyla sağlanan sermaye girişleriyle finansmanı, kısa dönemde kamu borç servisi yükünü hafifletirken; sermaye hareketlerinin durması ya da çıkışa yönelmesiyle istikrarsızlık ve krizle son bulmuş ve kamu borç servisi yükünü daha da artırmıştır. Türkiye ekonomisinde 1980 yılından itibaren yükselme eğilimine giren dış borç oranları özellikle finansal serbestleşme sonrasında çarpıcı artışlar göstermiştir. Toplam dış borç stokundaki artış sonucunda dış borç 1980-1989 döneminde yaklaşık 26 milyar dolar iken, 1990-1999 yıllarında 55 milyar dolara, 2000-2007 yıllarında ise 162 milyar dolara yükselmiştir.

Tablo 16: Bütçe Dengesinin Gelişimi (1980-2011)

YIL	İç borç faiz ödm. (Bin TL)	İç borç faiz ödm. (milyon \$)	Dış borç faiz ödm. (milyon \$)	BÜTÇE DENGESİ (cari Bin TL)	Toplam Sermaye Hareketi (Milyon \$)
1980	21	235	1.138	- 166	--
1981	41	310	1.443	- 124	--
1982	34	184	1.565	- 157	--
1983	116	414	1.511	- 313	--
1984	156	353	1.586	- 979	--
1985	257	448	1.753	- 798	--
1986	717	949	2.134	-1 411	2.124
1987	1.676	1.646	2.387	-2 607	1.891
1988	2.488	1.372	2.799	-3 990	-958
1989	4.803	2.078	2.907	-7 673	780
1990	10.036	3.429	3.264	-11 955	4.037
1991	16.914	3.333	3.440	-33 517	-2.397
1992	34.087	3.984	3.439	-47 434	3.648
1993	85.418	5.908	3.574	-133 666	8.903
1994	231.035	6.014	3.923	-152 093	-4.257
1995	472.805	7.744	4.303	-316 150	4.565
1996	1.325.417	12.329	4.200	-1 237 871	5.483
1997	1.977.163	9.656	4.588	-2 240 653	6.969
1998	5.626.676	17.993	4.813	-3 894 959	-840
1999	9.898.623	18.327	5.448	-9 284 421	4.829
2000	18.609.423	27.702	6.301	-13 726 002	9.584
2001	40.484.246	28.123	7.134	-29 840 401	-14.557
2002	43.468.540	26.594	6.402	-41 694 061	1.191
2003	52.635.979	37.709	6.988	-40 204 390	7.192
2004	50.052.872	37.294	7.148	-30 300 001	17.730
2005	39.269.562	29.240	8.034	-8.116.573	43.502
2006	38.658.718	26.948	9.362	-4.642.603	42.691
2007	41.539.680	31.840	10.812	-13.707.910	48.518
2008	44.516.489	34.349	11.991	-17.432.090	32.765
2009	46.762.027	30.150	10.417	-52.760.844	10.065
2010	42.148.430	28.025	8.651	-42.176.455	58.929
2011	35.064.492	20.946	8.548	-17.439.387	66.370
1980-89	1.031	799	1.922	-1.822	-
1990-99	1.967.817	8.872	4.099	-1.735.272	3.094
2000-11	41.100.871	29.910	8.482	-26.003.393	26.998
2003-11	43.405.361	30.722	9.106	-25.197.806	36.418
1980-11	16.028.092	14.238	5.063	-10.294.114	-

Kaynak: TCMB ve Kalkınma Bakanlığı verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

İç borçlanmanın gelişmiş piyasalarda genellikle iç talebi destekleyici, yatırımların finansmanı gibi çok amaçlı kullanımı olan iktisat politikası aracı olarak kullanıldığı düşünüldüğünde Türkiye ekonomisinde bu amaçların gerçekleşmediği görülmektedir. 1980 yılından itibaren her yıl giderek artan kamu bütçe açıkları

nedeniyle iç borçlanma tekniği Türkiye’de gelişmiş piyasa amaçlarıyla uygun kullanılmamıştır. İç borçlanmanın işlevi sadece kamu açıklarının finansmanı olarak gerçekleşmiş 2000 yılından sonra ise borç servis yükünü karşılamak amacıyla yönelik kullanılmıştır.

Tablo 16 incelendiğinde Türkiye ekonomisinde iç borç faiz ödemelerinin 1980’lerin sonunda 2 milyar dolar civarındayken bu rakamın 1999 yılında 18 milyar dolara ve 2000 yılından itibaren dalgalı seyir göstermekle birlikte 30 milyar dolar platosuna oturduğu görülmektedir. Bu gelişmelerin ışığında Türkiye ekonomisinde iç borç faiz ödemelerinin son 20 yılda yaklaşık 15 kat arttığı söylenebilmektedir. Özellikle iç borçlanmanın parasal tabanı ve para arzını artırıcı etkisinin 1990’lı yıllardaki yüksek enflasyonun nedenleri arasında da gösterilebilir.

Türkiye ekonomisinde dış borçların gelişimi büyük ölçüde yurtdışı tasarruf düzeyinin yetersizliğinden kaynaklanmıştır. Bunun yanında devletin iç borçlanmada yaşadığı sıkıntılar ve ödeme güçlükleri de dış borçların artmasını etkileyen diğer nedenler arasında gösterilebilir.

Tablo 16’den görüldüğü gibi Türkiye’de dış borçların gelişimi çok dalgalı ve yüksek miktarlarda seyreden bir gelişim yaşamamıştır. Rakamsal olarak bakıldığında 1990 yılının başında 3.2 milyar dolar olan dış borçların faiz ödemeleri 2000’li yılların ortalarında artmış olmakla birlikte 10 milyar dolar seviyesinde kalmıştır. Türkiye ekonomisinde dış borçların özellikle büyük kısmının özel sektör kaynaklı olduğu düşünüldüğünde kamu kesiminin dış borç faiz oranının çok fazla artması beklenmemektedir.

Yukarıdaki Tablo 16’da görülen şekliyle bütçe dengesinin hep açık verdiği ve 2000 yılından sonra bütçe açıklarının dalgalanma frekanslarının oldukça yüksek olduğu söylenebilir. 1980-1989 yıllarını kapsayan iç finansal serbestlik döneminde bütçe açıkları ortalama olarak 1.822 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 1990-1999 döneminde ise bütçe açıkları ortalama 1 milyar 735 milyon TL tutarına yükselmiştir. Özellikle 2000 yılından sonrası dalgalanmalar ve genişlemelerin etkisiyle 2000-2011 döneminde ortalama olarak 26 milyar TL’lik bütçe açığı verilmiştir.

Tablo 17: Türkiye Ekonomisi'nde Dış Borç Stoku 1980-2010 Dönemi (Milyon \$)

YIL	KAMU SEKTÖRÜ			TCMB			ÖZEL SEKTÖR			TÜRKİYE BRÜT DİŞ BORÇ STOKU (I+II+III)	TÜRKİYE BRÜT DİŞ BORÇ STOKU / GSYİH (%)
	KISA VADELİ STOK	UZUN VADELİ STOK	TOPLAM DİŞ BORÇ STOKU (I)	KISA VADELİ STOK	UZUN VADELİ STOK	TOPLAM DİŞ BORÇ STOKU (II)	KISA VADELİ STOK	UZUN VADELİ STOK (*)	TOPLAM DİŞ BORÇ STOKU (III)		
1989	0	29.446	29.446	799	7.028	7.827	4.946	1.692	6.638	43.911	30,8
1990	0	33.268	33.268	855	7.487	8.342	8.645	2.125	10.770	52.381	26,1
1991	281	34.999	35.280	557	6.658	7.215	8.279	2.849	11.128	53.623	26,7
1992	400	36.076	36.476	572	6.158	6.730	11.688	3.702	15.390	58.595	27,8
1993	65	39.575	39.640	667	6.626	7.293	17.741	5.838	23.579	70.512	29,6
1994	36	41.705	41.741	828	8.949	9.777	10.323	6.863	17.186	68.705	38,8
1995	250	41.753	42.003	993	11.178	12.171	14.257	7.517	21.774	75.948	33,6
1996	0	40.192	40.192	984	11.397	12.381	16.088	10.637	26.725	79.299	32,6
1997	204	38.864	39.068	889	10.876	11.765	16.598	16.925	33.523	84.356	33,2
1998	1.602	39.737	41.339	905	12.081	12.986	18.267	23.760	42.026	96.351	35,6
1999	1.581	42.526	44.107	686	10.320	11.006	20.654	27.357	48.011	103.123	41,7
2000	2.461	47.621	50.081	653	13.437	14.090	25.187	29.244	54.431	118.602	44,7
2001	1.019	46.110	47.129	752	23.599	24.351	14.632	27.480	42.112	113.592	57,7
2002	915	63.618	64.533	1.655	20.348	22.003	13.854	29.202	43.056	129.592	56,2
2003	1.341	69.503	70.844	2.860	21.513	24.373	18.812	30.058	48.870	144.087	47,3
2004	1.840	73.828	75.668	3.287	18.123	21.410	27.078	36.852	63.930	161.008	41,2
2005	2.133	68.278	70.411	2.763	12.662	15.425	34.024	50.711	84.735	170.571	35,4
2006	1.750	69.837	71.587	2.563	13.115	15.678	38.547	82.595	121.142	208.407	39,6
2007	2.163	71.362	73.525	2.282	13.519	15.801	38.707	122.389	161.096	250.422	38,6
2008	3.248	75.040	78.288	1.874	12.192	14.066	47.405	141.644	189.049	281.403	37,9
2009	3.598	79.865	83.463	1.776	11.529	13.305	43.671	129.179	172.850	269.618	43,7
2010	4.290	84.686	88.976	1.576	10.251	11.827	71.603	119.875	191.478	292.281	39,9

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Türkiye ekonomisinde 2001 krizi sonrasında faiz dışı bütçe fazlası hedefiyle uygulanan sıkı maliye politikaları sonucu, kamunun dış borç artışı düşük kalırken ve TCMB' nin dış borcu azalma eğilimindeyken, özel kesimin dış borçlanmasında hızlı bir artış gerçekleşmiştir. Tablo 17'den de görüldüğü gibi özel sektörün borç stoku 2007 yılı sonrasında önemli oranlarda artarak 2010 yılına gelindiğinde yaklaşık 191 milyar dolara ulaşmıştır. 2002 yılında özel sektörün dış borç stokundaki payı % 33 iken, 2010 yılına gelindiğinde bu oran % 65'in üzerine çıkmıştır. Özel sektörün orta ve uzun vadeli dış borçlanması ise 2007'den itibaren daha hızlı bir artış göstermektedir. Türkiye ekonomisinin toplam dış borç stoku ise, özel sektörün artışları dolayısıyla 302 milyar dolara ulaşmasına rağmen, GSYİH' ye oran olarak 2000'li yılların başındaki % 40'lık seviyede dolaşmaktadır.

Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşme, savunularının aksine, şirketler sektörü açısından ulusal piyasalardan elde edebilecekleri fonlarda artış ve kaynakların daha etkin dağılımı ile sonuçlanmamıştır. Bankaların kredi-finansman davranışı, kaynak dağılımlarında etkinsizliğe neden olurken tasarruf mevduatı üzerindeki devlet garantisi bankacılık sisteminde rekabeti engellemiştir (Balseven ve Önder, 2009: 110). Türk bankacılık sektöründe kredi tayinlaması, kardeş şirketlere kredi verme biçiminde gerçekleşmiştir. Türkiye’de finansal serbestleşmenin süreç içinde artan kamu harcamaları üzerindeki finansal baskıyı kaldırması, özel sektörün yurtiçi finansal sistemden fon toplama olanaklarını kısıtlarken (crowding-out etkisi), şirketler düşük faizli dış kredi olanakları nedeniyle yurtdışından fon sağlamaya itmiştir.

Bunun dışında dış finansmanın ekonomik büyümenin itici gücüne dönüşemediği görülmektedir. Cari açığın finansmanı için dış kaynak kullanılmış ancak finansman ihtiyacını aşan dış kaynak dış borç stokunun artmasına neden olmuştur. Ancak iç finansal serbestleşme kamu iç borçlanmasına hız kazandırmış ve dış borç stoku artmıştır.

3.6. SERMAYE GİRİŞLERİ VE EKONOMİK BÜYÜME

Finansal serbestleşmeyle birlikte sermaye hareketlerinin büyüme üzerindeki etkisinin doğrudan ve dolaylı kanallar aracılığıyla gerçekleşebileceği öne sürülmüştür (Prasad vd., 2003: 14). Doğrudan kanalların birincisi, yurt içi tasarruf miktarının artarak yatırım potansiyelini artırmasıdır. İkincisi ise, yurt içi ve yurt dışı yatırımcıların önündeki artan yatırım olanaklarının daha iyi bir risk paylaşımına imkan vermesi olarak tanımlanmıştır. Doğrudan kanalların üçüncü etkisi ise, doğrudan yabancı yatırımlar sayesinde ülkeye teknoloji transferinin gelişmesi ve finansal yönetim tekniklerinin yaygınlaşmasıdır. Dördüncü etki, uluslar arası bütünleşmenin yurt içindeki finansal sektörün gelişmesini teşvik etmesi olarak sınıflandırılabilir (Kızılcıca, 2006: 139).

Yine Prasad vd. (2003)’a göre dolaylı kanallar ise, sermaye hesabındaki serbestleşmenin uzmanlaşmayı teşvik etmesi olarak tanımlanmıştır. Uluslar arası ticaretin teşvik ettiği üretimde uzmanlaşma, üretimi ve tüketimi istikrarsız bir hale

getirirken finansal piyasaların bütünleşmesiyle birlikte risk paylaşım olanaklarının artması uzmanlaşmanın neden olduğu riskleri azaltmaktadır. Dolaylı etkilerin ikincisi, sermaye giriş ve çıkışlarının ülke ekonomi politikalarına çok duyarlı olmasından dolayı, siyasetin ve iktisadi kararların daha dikkatli alınması olarak açıklanmaktadır.

Teorik ve uygulamalı sonuçlar, finansal serbestleşmenin gelişmekte olan ülkelerde büyüme üzerinde olumlu bir etki yapıp yapmadığı konusunda hem fikir değildir. Prasad vd, sermaye akımlarının serbestliğinin büyümeyi teşvik etmesi bakımından ne gerekli ne de yeterli bir şart olduğunu ortaya koymaktadır. Sermaye hesabını tam olarak serbestleştirmemiş birçok gelişmekte olan ülkenin iktisadi büyümelerinin yüksek olduğu gözlenirken, bunun yanı sıra sermayenin önündeki engellerin tam olarak kaldırıldığı pek çok ülkede de büyüme hızlarının düştüğü belirtilmektedir. Bir diğer görüş Tornell vd (2003) tarafından ortaya atılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ardından söz konusu ülkelerin giderek artan sıklıkta krizlere maruz kaldığını ama ortalama büyüme hızının buna rağmen arttığı ileri sürülmektedir (Kızılcıca, 2006: 140).

Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini analiz etmeden önce, olumlu ve olumsuz etkileri kısaca şöyle vurgulayabiliriz. Sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerdeki iktisadi büyümeyi etkileme mekanizması, yurtiçi tasarrufların üzerindeki tüketim ve yatırım kararı sonrasında oluşmaktadır. Sermaye girişleri sonrası artan yabancı tasarruflar, yurtiçi üretimin artmasını sağlayarak iktisadi büyümeyi artırmaktadır. (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 58) Sermaye girişlerinin iktisadi büyüme yaratmayacağını ya da ekonomiyi olumsuz etkileyeceğini savunanlar ise, sermaye girişlerinin ulusal parayı değerli hale getirip, hem olası devalüasyon beklentisiyle yatırımlar üzerinde kısıtlama yapacağını hem de dış ticaret açıklarına neden olacağını söylemektedir.

Tablo 18: 1980-2011 Döneminde Cari Denge-GSYİH

YIL	CARİ DENGE	GSYİH	GSYİH	YIL	CARİ DENGE	GSYİH	GSYİH
	(Milyon \$)	Büyüme %	(milyon \$)		(Milyon \$)	Büyüme %	(milyon \$)
1980	-3.408	-1,1	90.679	1996	-2.437	7,1	243.412
1981	-1.936	4,2	94.642	1997	-2.638	8,3	253.706
1982	-952	4,6	85.354	1998	2.000	3,9	270.947
1983	-1.923	3,3	81.134	1999	-925	-3,4	247.544
1984	-1.439	5,9	78.825	2000	-9.920	6,8	265.384
1985	-1.013	5,1	89.263	2001	3.760	-7,5	196.736
1986	-1.465	8,1	100.873	2002	-626	6,2	230.494
1987	-806	9,8	115.097	2003	-7.515	5,3	304.901
1988	1.596	1,5	121.667	2004	-14.431	9,4	390.387
1989	938	1,6	142.635	2005	-22.309	8,4	481.497
1990	-2.625	9,4	200.555	2006	-32.249	6,9	526.429
1991	250	0,3	200.502	2007	-38.434	4,7	648.754
1992	-974	6,4	210.584	2008	-41.959	0,7	742.094
1993	-6.433	8,1	238.377	2009	-13.991	-4,8	616.703
1994	2.631	-6,1	176.955	2010	-47.099	8,9	731.638
1995	-2.339	8,0	225.941	2011	-77.089	8,5	772.298

Kaynak: TÜİK ve TCMB Ödemeler Dengesi verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

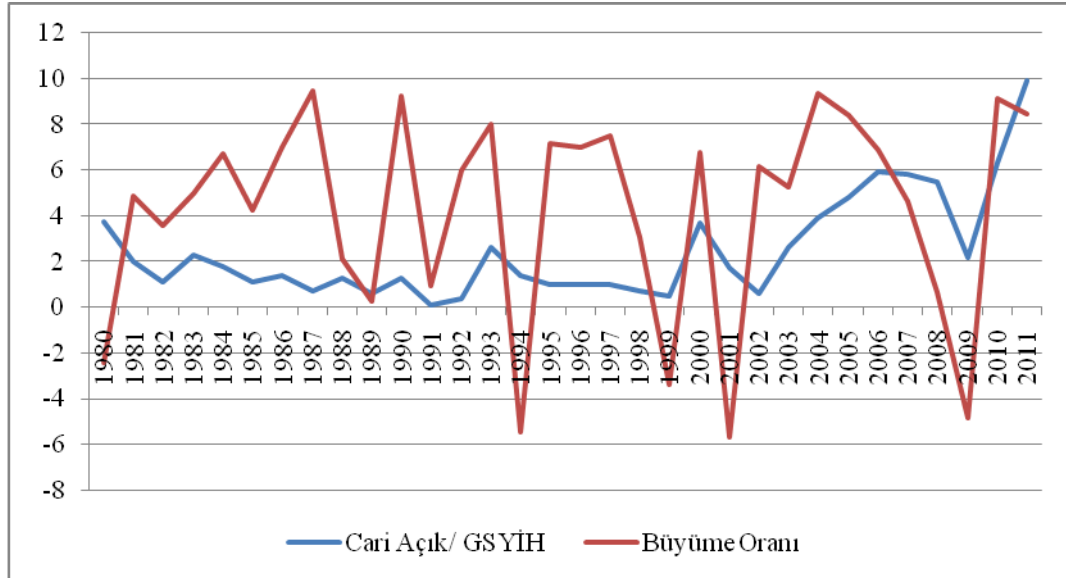
Tablo 18’de görüldüğü üzere 2001 krizi sonrasında Türkiye ekonomisinin dış dünyayla bütünleşmesi, sırasıyla, *otonom sermaye (dış kaynak) hareketleri- büyüme-cari açık* bağlantısı yönünde olmuştur. Sermaye hareketlerinin bağımsızlaştığı bir ortamda, özellikle fiili hasıla, ulusal ekonominin potansiyel hasılasının altında bir düzeyde gerçekleşmektedir. Ayrıca artan sermaye girişleri iç talep ve kısa dönemli büyüme hızı üzerinde farklı mekanizmalarla genişletici etkiler yaratmakta; bu etken de cari işlem açığını (özellikle ithalat yoluyla) yükseltmektedir. (Boratav, 2007: 83)

Türkiye ekonomisi 1999 ve 2000-2001 yıllarında ciddi ölçüde daraldığı için, kısa vadeli ve spekülatif amaçlı sermaye girişlerine bağlılığı 2002 sonrasında kendini göstermektedir. 2002-2011 yılları arasında ortalama 5,4 büyüyen Türkiye Ekonomisi’nde cari işlemler açığı azalmamakla birlikte milli gelire oranı % 10 seviyesine çıkmıştır. Büyüme-cari açık bağlantısındaki bozulma 1990-1999 dönemi ve sonrası dönem karşılaştırılmasında ortaya çıkmaktadır. 1990-1999 yıllarındaki ortalama büyüme hızı % 4,1 olmuş buna karşın cari açıkların milli gelire oranı

sadece % 0,8 'de kalmıştır. 2000-2010 yıllarındaki ortalama % 4,2'lik büyümenin yanında cari açıkların milli gelire oranı söz konusu dönemde % 4,6'ya yükselmiştir.

Tablo 18 ayrıca bir başka ilişkiyi daha tanımlamaktadır. Özellikle kriz yıllarında kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı sermaye hareketlerindeki dalgalanmalar büyüme oranlarının oynak bir hal almasına neden olmuştur. Büyüme oranlarındaki dalgalanmalar, finansal serbestleşme ile birlikte ciddi derecede artış göstermiş bu durum ekonomideki istikrarsızlığı artırmıştır (Çetin, 2010: 163). 1980 yılından itibaren büyüme oranlarına bakıldığında 1990 yılından önce az olan büyümedeki dalgalanmaların, finansal serbestleşme sonrasında dalgalanmaya başlamıştır. Hatta 1990 sonrasında 1994, 2000-2001 krizlerinin tetikleyicisinin kısa vadeli sermaye hareketleri olduğu söylenebilir. Bu tür sermaye girişlerinin arttığı yıllarda üstün büyüme oranları yakalanırken, ani sermaye çıkışlarının yaşandığı yıllarda büyük iktisadi daralmalar yaşanmaktadır.

Şekil 1: Türkiye Ekonomisi'nde Cari Açık/GSYİH ve Büyüme Oranı (1980-2011)



Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

Şekil 1'den açıkça görüldüğü gibi özellikle 2000 sonrası cari açık-büyüme bağlantısının koptuğu, ekonomi yüksek büyüme oranları izlediği yıllarda ters yönde fakat aynı yükseklikte cari açık oranları gerçekleşmektedir. Cari Açık/ GSYİH oranı 2000'li yıllara kadar ortalama yaklaşık % 0,5 ile % 2 arasında dalgalanmakta iken,

bu oran 2004'ten sonra % 4'ü aşmış 2007 yılında % 6 olan Cari Açık / GSYİH oranı 2010 yılında % 9,7'ye ulaşmıştır.

3.7. SERMAYE GİRİŞLERİ VE TASARRUF-YATIRIM DENGESİ

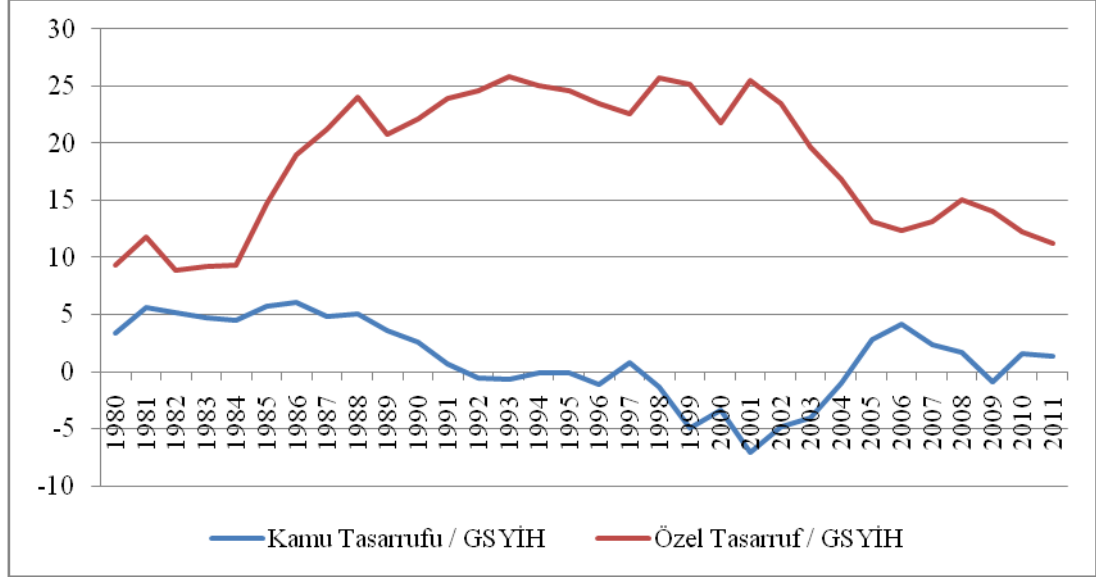
Finansal serbestleşme teorisi, yurtiçi tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağını ortaya konulmuştur. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda (dış finansal serbestlik) tasarrufların sermaye sıkıntısı çeken ülkelere akacağı, bu mekanizmanın tasarruf yoksunu ülkelere faiz oranlarının yükselerek gelişmiş ülkelerdeki fon fazlasının bu ülkelere girerek gerçekleşeceği beklenmektedir. Bu mekanizma gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarının uluslararası piyasalardaki faiz oranı seviyesine düşene kadar devam edecektir (Yentürk, 2005: 157). Uluslararası tasarruf fonlarının faiz oranlarına duyarlılığı ne kadar yüksekse, bu süreç o kadar çabuk işleyecektir.

Finansal serbestleşme sonrasında gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerini uyaran temel faktör reel yatırımlar değil, kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı yüksek kar sağlayan yatırımlar olmaktadır. Spekülasyon amaçlı sermaye girişleri kısa dönemli kazançları hedeflediği için, finansal serbestleşme teorisinin beklediği türden, yatırımların ülkeler arası getiri oranları arasında ve ülke içi yüksek faiz ile dış piyasalardaki düşük faiz oranı arasında bir yakınlaşma eğilimi ortaya çıkmamaktadır (Yentürk, 2005; 132). Buna ilaveten gelişmekte olan ülkelere spekülasyon amaçlı sermaye girişleri nedeniyle artan faiz oranları reel yatırım kararlarını olumsuz etkileyip, iktisat politikacılarının faiz oranını kullanma olanağını elinden almaktadır. Böylece iktisat politikacıları bağımsız uygulama yapma olanaklarını kaybetmektedirler.

Neoklasik teorisinin öngörüsünün gerçekleşmemesinin bir diğer nedeni ise, yerleşikler arasındaki sermaye girişleri sonrasında döviz dayalı işlemlerin artması ve piyasada dolarizasyonun ortaya çıkması olarak gösterilmektedir. Dolarizasyon yerli paraya güvenin azalması sonucu oluştuğu için faiz oranlarının yükselmesine katkıda bulunmaktadır. Sermaye girişleri sonrası artan yabancı dış varlık, merkez

bankasının sterilizasyon için yüksek faize başvurmak zorunda kalmasına neden olmaktadır.

Şekil 2: Türkiye Ekonomisi'nde Kamu Tasarrufu ve Özel Tasarrufun GSYİH' ye Oranı



Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

Şekil 2'den görüldüğü üzere kamu tasarruflarının milli gelire oranı 1993 yılına kadar pozitif değer almıştır. 1998 yılından sonra 2003 yılına kadar kamu tasarrufu negatif olmuş büyük kamu açıkları yaşanmıştır. 2003 yılından sonra ise kamu tasarruflarının milli gelire oranı yeniden pozitif düzeylere yükselmiştir. Özel tasarrufların son 30 yılda yaklaşık olarak başladığı yere döndüğü görülmektedir. 1990'ların sonlarına doğru %25'leri bulan özel kesim tasarruflarının milli gelire oranı 2000 yılı sonrasında büyük düşüş göstermiştir.

Tablo 19: Tasarrufların GSYİH' ye Oranı (1980-2011 Dönemi)

YIL	Kamu Tasarrufu	Özel Tasarruf	Yurtiçi Tasarruf	YIL	Kamu Tasarrufu	Özel Tasarruf	Yurtiçi Tasarruf
1980	3,4	9,4	12,8	1997	0,8	22,6	23,4
1981	5,6	11,8	17,4	1998	-1,4	25,7	24,3
1982	5,2	8,9	14,1	1999	-5	25,1	20,1
1983	4,8	9,2	14	2000	-3,4	21,8	18,4
1984	4,5	9,3	13,8	2001	-7,1	25,5	18,4
1985	5,8	14,7	20,5	2002	-4,8	23,4	18,6
1986	6,1	19	25,1	2003	-4,1	19,6	15,5
1987	4,9	21,2	26,2	2004	-1	16,9	16
1988	5,1	24	29,1	2005	2,8	13,1	15,9
1989	3,6	20,8	24,4	2006	4,2	12,4	16,6
1990	2,6	22,1	24,7	2007	2,4	13,1	15,5
1991	0,7	23,9	24,6	2008	1,7	15,1	16,8
1992	-0,6	24,6	24	2009	-0,9	14,1	13,2
1993	-0,7	25,8	25,1	2010	1,6	12,3	13,9
1994	-0,1	25	24,9	2011	1,4	11,2	12,6
1995	-0,1	24,6	24,6	1980-89	4,9	14,8	19,7
1996	-1,1	23,4	22,3	1990-99	-0,5	24,3	23,8
				2000-11	-0,6	16,7	16,1

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Türkiye ekonomisindeki tasarruf oranlarının gelişimi Tablo 19'da verilmiştir. 1980 yılındaki ekonomideki yapısal dönüşümle birlikte tasarruf oranlarının 1988 yılına kadar sürekli yükseldiği görülmektedir. 1989 yılında Türkiye ekonomisindeki finansal serbestleşme dönemiyle birlikte tasarruf oranlarının büyük ölçüde aynı kaldığı ve 1998 yılında en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra, giderek azaldığı dikkati çekmektedir. 1999 yılından sonra azalma eğilimine giren tasarruf oranlarının özel sektördeki azalıştan kaynaklandığı Tablo 19'dan görülmektedir. Dönemsel analiz yapıldığında 1980-1989 yıllarında ortalama % 19,7 olan toplam tasarrufun % 4,9'u kamu % 14,8'i özel kesimin tasarrufu olarak değerlendirilir. 1990-1999 döneminde kamu tasarrufları -%0,5 olarak negatif değere düşerken, özel kesim tasarruf oranı % 24,3 oranında gerçekleşmiş ve toplam tasarrufun milli gelire oranı % 23,8 olmuştur. 2000 sonrası dönemde ise hem kamu tasarruf oranı daha da düşmüş hem de özel sektörün tasarrufu düşmüş ve toplam tasarrufun milli gelire oranı % 16,3'e kadar gerilemiştir. 2010 yılında % 13,9 olan yurtiçi tasarrufların milli gelire oranı 2011 yılında ise % 12,6 oranına düşerek 1980 yılındaki oranın bile altında kalmıştır.

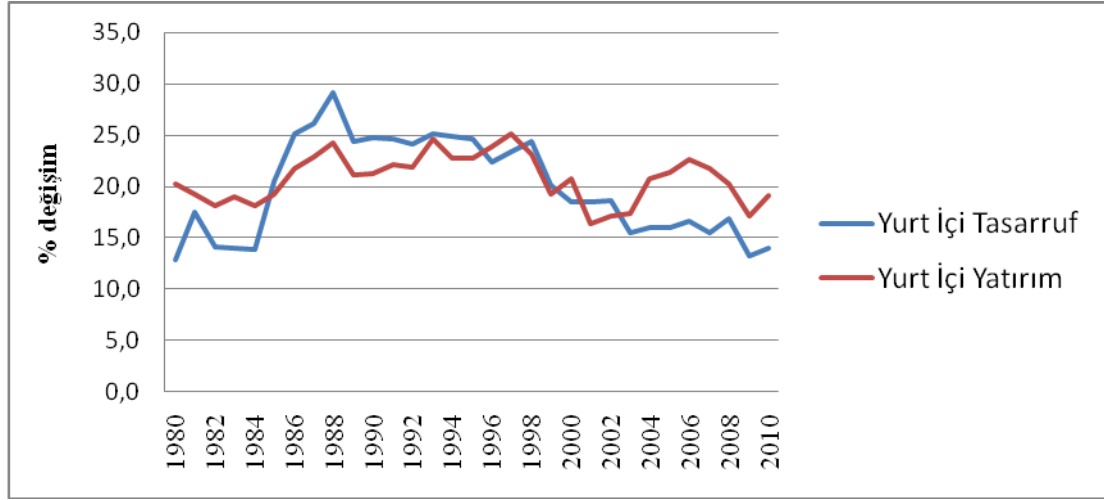
Tablo 20: Yatırımların GSYİH' ye Oranı (1980-2011 Dönemi)

YIL	Kamu	Özel	Toplam	YIL	Kamu	Özel	Toplam
1980	6,6	13,7	20,3	1997	4,6	20,5	25,1
1981	6,8	12,3	19,2	1998	4,8	18,3	23,1
1982	6,2	12,1	18,2	1999	4,9	14,4	19,3
1983	6,5	12,5	19	2000	5,2	15,7	20,8
1984	6	12,2	18,2	2001	4,7	11,7	16,4
1985	6,9	12,4	19,3	2002	4,9	12,2	17,1
1986	7,6	14,1	21,7	2003	3,8	13,6	17,4
1987	7,4	15,5	22,9	2004	3,2	17,5	20,7
1988	6,6	17,6	24,2	2005	3,8	17,6	21,4
1989	5,7	15,5	21,1	2006	3,8	18,9	22,6
1990	5,2	16	21,2	2007	3,9	17,9	21,8
1991	5,6	16,5	22,1	2008	4,1	16,1	20,2
1992	5,5	16,4	21,9	2009	4,1	13,1	17,2
1993	5,4	19,2	24,6	2010	4,3	14,8	19,1
1994	3,7	19,1	22,8	2011	4,2	14,7	18,9
1995	3,1	19,6	22,8	1980-89	6,6	13,8	20,4
1996	3,8	20	23,8	1990-99	4,7	18	22,7
				2000-11	4,2	15,4	19,5

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Tablo 20'den görüldüğü üzere 1980 sonrasında başlayan serbestleşme süreci Türkiye Ekonomisi'nde sabit sermaye yatırımlarının milli gelire oranını pek değiştirmemiştir. 1980 yılında % 20,3 olan bu oran 2010 yılına gelindiğinde % 19,1'e düşmüştür. Dönemsel olarak incelendiğinde 1990-1999 döneminde % 22,7 oranına yükselmiş ve 2000-2010 yılı ortalaması olarak yeniden % 20'nin altına gerilemiştir. Kamu sektörünün sabit sermaye yatırımlarına katkısı 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren önemli ölçüde azalmıştır. 1980-1989 döneminde % 6,6 oranında gerçekleşen bu katkı, 1990-1999 ve 2000-2010 yıllarında sırasıyla % 4,7 ve % 4,2 'ye kadar düşmüştür. Özel sektör yatırımlarındaki gelişim hayli dalgalı bir seyir izlemiştir. 1989 finansal serbestleşme dönemine kadar % 15'in altında kalan yatırımların katkısı, 1990'ların sonuna kadar yüksek değerlere ulaşmış 1997 yılında % 20,5 ile son 30 yılın en yüksek değerine çıkmıştır. 2000-2001 yılındaki krizler ve iktisat politikaları değişikliği sonrasında ani düşüş ve yükselişler göstermiştir. Sonuçta 2010 ve 2011 yılına gelindiğinde sırasıyla % 19,1 ve % 18,9 oranındaki yatırımların milli gelire oranı 1980 yılı başlangıç seviyesindeki özel sektör sabit sermaye yatırımının oldukça altında kalmıştır.

Şekil 3: Türkiye Ekonomisi'nde Tasarruf ve Yatırımların Milli Gelire Oranı (1980-2011)



Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

Şekil 3'ten görüldüğü gibi tasarruflar ile yatırımlar arasındaki ilişkinin uzun yıllar aynı yönlü gerçekleştiği fakat 2000 sonrasında aradaki makasın biraz açıldığı söylenebilir. 1985- 1995 döneminde tasarrufların yatırımlardan fazla olduğu görülmekle birlikte, bu ilişkinin 2001 yılından itibaren tersine döndüğü ve tasarruf oranlarındaki azalışla birlikte yatırımların tasarruf oranının üstüne çıktığı söylenebilir. 2001 sonrası Türkiye ekonomisinde görülen bu süreç, sermaye girişi sonucu kurların düşmesi ve Türk Lirası'nın değerlenmesiyle birlikte yatırım ve tüketim malları ithalatının ciddi oranlarda artış göstermesiyle yakından ilgilidir. Bunun yanı sıra küresel piyasalardaki likidite bolluğu ve sonucunda faiz oranlarının düşmesi bir yanda yatırımları artırırken diğer yanda tasarrufları azaltmıştır.

Türkiye ekonomisinde 2000 yılı sonrası önemli bir hale gelen dış açıkların oluşmasında önemli bir etken de burada yatmaktadır. Yatırımların artarken, tasarruf oranının düşmesi tasarruf açığını büyütürken dış kaynak ihtiyacını önemli ölçüde artırmıştır. Dolayısıyla düşük kurlar ve ulusal paranın aşırı değerlenmesi yerli üreticileri etkilemesinin yanında hem hane halklarının tasarruf oranını azaltarak borçlanma doğurmuş hem de dış tasarruf ihtiyacı sebebiyle cari açıkların artmasına neden olmuştur.

Literatürde finansal serbestleşmenin tasarruf-yatırım üzerine etkisi ile ilgili yapılan çalışmaların sonuçlarına bakıldığında neoklasik teorinin ortaya attığı savlara rastlanılmamaktadır. Yentürk (2005)'e göre yabancı sermaye girişleri ile yatırımlar

arasında tamamlayıcılık ilişkisi bulunmamakta ve sermaye girişleri daha çok tüketim harcamaları için bir kaynak oluşturmaktadır. Çalışmadan elde ettiği sonuçlara göre yabancı sermaye akımlarının daha çok tüketim ve yurtdışına kaynak aktarımı ile sonuçlandığı ortaya çıkmıştır. (Yentürk, 2005: 172) Çalışmasının devamında, ampirik bulgular sonucunda yabancı sermaye girişlerinin yurt içi yatırımları tüketim artışı aracılığıyla etkilediğini bu artışın da yatırımların sektörel dağılımı sonucunda ticarete konu olmayan sektörlerin yatırımlarında bir artış olduğu gösterilmiştir.

Finansal serbestleşme sonrası sermaye hareketleriyle tasarrufların gelişimi üzerine yapılan bir başka uygulama çalışmanın sonucunda ise Türkiye'deki yurtiçi tasarrufların doğrudan yatırımlar tarafından olumlu etkilendiği aksine kısa vadeli ve spekülâtif amaçlı sermaye girişlerinin ise yurtiçi tasarruf düzeyini olumsuz etkilediği sonucuna varılmıştır. (Örnek, 2008: 215) Türkiye ekonomisinde doğrudan yabancı yatırım sermaye girişleri düşük buna rağmen kısa vadeli sermaye girişleri yüksek olduğu için ulusal tasarruf oranı düşük buna bağlı olarak yatırım seviyesi de düşük kalmaktadır. Dolayısıyla dış finansman ihtiyacını ortaya çıkarak bu sonuç yeniden cari açıkların oluşmasının nedenlerinden birisi olarak değerlendirilmektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL SERBESTLEŞME VE TÜKETİM HARCAMALARI

Çalışmanın son bölümünde Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşmenin tüketim harcamaları üzerindeki etkisi analiz edilecektir. Bu bölümde öncelikle finansal serbestleşme ile tüketim harcamalarının etkileşim mekanizması şekil yardımıyla ortaya konulmuş ardından da aralarındaki ilişki VAR modeli yaklaşımıyla analiz edilmiştir.

4.1.FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TÜKETİM HARCAMALARINI ETKİLEME MEKANİZMASI

Finansal serbestleşme ile birlikte yurtiçine giren büyük miktarlardaki sermaye akımları, cari tüketim üzerinde artırıcı bir etkiye sahiptir. Spekülatif amaçlı giriş yapan kısa vadeli sermaye hareketleri sonucu ekonomilerde gözlenen en başlıca özellik ekonominin hızla büyümesi ve büyümenin kaynağının özel tüketim harcamalarındaki artışların oluşmasıdır (Yentürk, 2005: 215). Bu artışın temelinde gerek kamunun sermaye girişleri ile cari harcamalarını artırma eğilimi ve gerekse yüksek faiz ödemeleri ile tüketim eğilimi yüksek rant elde eden kesime yapılan transferler tüketim artışını teşvik etmektedir. Bunun dışında bankaların yüksek faiz oranlarını reel sektöre yönlendirmekte karşılaştıkları sorunlar tüketici kredilerinin artışını hızlandırmakta ve böylece tüketim harcamaları çoğalmaktadır. Tüketim harcamalarını artıran bir başka ekonomik neden, sermaye girişleri sonrası değerlendirilen ulusal paranın ithal malları ucuzlatması ve sonucunda tüketim hızının üretim hızından daha fazla olmasıdır.

Sermaye girişlerinin tüketim harcamalarını artıran etkisi aşırı borçlanmayla birlikte de gerçekleşmektedir. Örneğin aşırı sermaye girişi ile birlikte gelişmekte olan ülkelerden artan cari açık ve kamu açığı gibi nedenlerle önemli oranlarda sermaye kaçağı yaşanmaktadır. Artan yabancı sermaye girişinin yarattığı aşırı borçlanma ve aşırı borç yükü, yurtiçi tasarrufların önemli bir oranının yatırımlara dönüşmeden yurtdışına kaynak transferi için kullanılmasına neden olmaktadır. Ayrıca tüketici kredisi ve tüketim malı ithalatını kamçılıyarak yurtiçi tasarrufları azaltıcı etki yaratmaktadır. (Kepenek ve Yentürk, 2007: 221) Böylece fazla miktarlarda kısa

vadeli spekülâtif amaçlı sermaye girişı sonucunda gelişmekte olan ÷lkelerde yurtiçi harcamalar artarak iç talep şişmektedir. Sonunda artan iç talep yerli paranın değerlenmesi sonucu yeniden tüketim malı ithalatının artmasına yol açmaktadır.

şekil 4’da finansal serbestleşme ile yurtiçine giren sermaye hareketleriyle tüketim harcamaları ve toplam talep arasındaki mekanizma açıklanmaya çalışılmıştır. Temel etkileme kanalı üç farklı şekilde gerçekleşmektedir. Birincisi sermaye girişleri özel ve kamu sektörünün dış kredi olanaklarını artırır ve buna bağlı olarak yurtiçindeki döviz arzı artar. Döviz arzının artması kurları düşürür ve Türk Lirasının değeri artar. Türk lirasının değerinin artması ise ithalata olan talebi ve tüketim malları ithalatını da artırır. Böylece sermaye girişleri tüketim harcamalarını artırır.

İkinci etkileme kanalı spekülâtif sermaye girişlerinin neden olduğu faiz oranlarının düşmesi mekanizmasıdır. Sermaye girişleri sonrasında piyasada yatırım yapmak isteyen yabancı sermaye dolar karşılığı Türk lirası arzını artıracaktır. Böylece piyasada bollaşan Türk lirası bankaların mevduat faiz oranlarının düşmesine ve yurtiçi kredi talebinin artmasına neden olacaktır. Yurtiçi kredi talebinin patlaması ise tüketim harcamalarını artıran bir sonuç doğuracaktır.

şekil 4’da gör÷len bir başka etkileme mekanizması ise doğrudan yabancı sermaye girişlerinin tüketim harcaması üzerindeki etkisini göstermektedir. Doğrudan yabancı sermaye girmesi sonucu yurtiçinde yeni yatırım alanları ve üretim tesisi inşa edilmektedir. Bunun sonucunda mevcut üretime katkı yapıldığı için piyasada hem rekabet artışı sağlanacak ve hem de ürün çeşitliliği yaşanacaktır. Rekabet artışının fiyatlara yansımaları sonucunda, yurtiçi fiyat seviyesi düşecek ve mal ve hizmet talebi artarak tüketim harcamaları yükselecektir.

4.2. TÜKETİM HARCAMALARI VE BAĞLANTILI GÖSTERGELERİN İNCELENMESİ

Finansal serbestleşmenin başladığı son 30 yılda Türkiye ekonomisinde tüketim harcamaları GSYİH içinde giderek önemli büyüklüğe sahip olmuştur. Ekonomik büyümenin ortalama olarak yüksek gerçekleştiği ve dalgalı seyrettiği yıllarda iç talep kaynaklı büyüme potansiyeli yaşanmıştır. Bu iç talep kaynaklı büyümenin de ortalama yaklaşık % 80’lik kısmı tüketim harcamalarından kaynaklı olmuştur. Aşağıdaki tabloda Türkiye ekonomisinde tüketim harcamalarının milli gelire oranı 1980-2011 yılları arasında verilmiştir.

Türkiye ekonomisinde dış kaynaklara bağlı kısa vadeli büyüme oranının arkasında yatan güç tüketim harcamaları olmuştur. Özel tüketimin milli gelir içindeki payı 1998 yılında % 66,5 iken 2011 yılında % 71,1’e yükselmiştir.

Tablo 21: Tüketim Harcamalarının GSYİH’ ye Oranı (1980-2011)

YIL	Özel Tüketim	Kamu Tüketim	Toplam Tüketim	YIL	Özel Tüketim	Kamu Tüketim	Toplam Tüketim
1980	74,8	8,3	83,1	1996	64,7	9,3	74,0
1981	74,0	7,0	81,0	1997	65,4	9,9	75,3
1982	77,4	6,0	83,4	1998	66,5	10,3	76,7
1983	76,7	6,8	83,5	1999	68,5	12,2	80,7
1984	75,8	5,9	81,7	2000	70,5	11,7	82,2
1985	74,6	5,3	79,9	2001	68,4	12,4	80,8
1986	69,7	5,4	75,1	2002	68,0	12,7	80,8
1987	65,6	6,3	71,9	2003	71,2	12,2	83,4
1988	61,0	6,1	67,2	2004	71,3	11,9	83,2
1989	63,1	7,5	70,6	2005	71,7	11,8	83,5
1990	65,9	8,8	74,8	2006	70,5	12,3	82,9
1991	67,9	10,0	77,8	2007	71,3	12,8	84,1
1992	66,8	10,4	77,2	2008	69,8	12,8	82,7
1993	66,4	10,5	76,9	2009	71,5	14,7	86,2
1994	67,2	9,4	76,6	2010	71,3	14,3	85,6
1995	67,6	8,7	76,3	2011	71,1	14	85,1

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı ve TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Tablo 21’de Türkiye ekonomisinde tüketim harcamalarının milli gelire oranı yıllar itibariyle gösterilmektedir. 1980 ile 1990 yılları arasında ortalama % 7 olan kamu tüketiminin milli gelire oranı 1990 ile 2000 yılları arasında % 10’u geçmiştir.

Kamu tüketim harcamalarındaki artışın nedeni kamu finansman açıklarının kısa vadeli sermaye girişleriyle giderilmesi olanağının artması ve bütçe içindeki transfer ve cari harcamaların 1990'lı yıllarda önemli ölçüde artması gösterilebilir. Kamu tasarruflarındaki azalmaya rağmen kamu tüketim harcamalarının artması, bu artışın yabancı sermaye girişleriyle karşılandığını göstermektedir. 2000-2011 yıllarında ise kamu tüketim harcamaları giderek artmış ve bu dönemin ortalaması % 12,8 olmuştur. 2000 sonrası dünyadaki finansal likidite ve ülkeye gelen sermaye girişlerinin artışına bağlı olarak kamu harcamalarının finansmanı bir anlamda sağlanmış ve devletin tüketim harcamaları önemli ölçüde artmıştır.

Tablo 21' de özel tüketim harcamalarına bakıldığında 1980 yılında % 74,8 olan tüketim harcamalarının milli gelire oranı 2011 yılında % 71,1 oranına gerilemiştir. 1988 yılında % 61 oranıyla özel tüketim harcamalarının milli gelire oranının en düşük olduğu yıl olmuştur. 2000 yılından itibaren yeniden yükselen özel tüketim harcamalarının milli gelire oranı yıllar içinde çok fazla değişim göstermemiştir. 2000 yılından itibaren devletin tüketim harcamalarındaki artışla birlikte toplam tüketim harcamalarının milli gelir içindeki payının % 80 oranını geçtiği gözlenmiştir. 1993-2002 yılları arasında tüketim harcamalarının milli gelire oranının % 78 olduğu görülmektedir. 2003-2011 yıllarında özel tüketim harcamalarının milli gelire oranı ise ortalama olarak % 84 seviyesine yükselmiştir. Yapılan uygulamalı çalışmalar sermaye girişleri ile tüketim harcamaları arasındaki anlamlı ve pozitif ilişkileri ortaya koymaktadır.

Türkiye ekonomisinde ithalatın bileşimini gösteren aşağıdaki Tablo 22' de ise yatırım, tüketim ve hammadde ithalatının toplam ithalata oranı verilmiştir. Finansal serbestleşme sonucu ortaya çıkan spekülasyon sermaye girişi, ulusal paranın yabancı paralar karşısında değer kazanmasına yol açarak ihracat ürünlerinin dış fiyatlarının artmasına ve ithalat mallarının ucuzlamasına neden olmaktadır. Böylece ithalat mallarının miktarı artmaktadır. Türkiye ekonomisinde de bu süreç 1989 yılından itibaren böyle işlemiştir. Tablo 22'den dikkatle izlenmesi gereken sonuç hammadde ithalatının 1980 yılının başlarındaki % 85 civarındaki payının 1990 yılına doğru % 72'ler oranına düşmesi olmuştur. Bu oran azalmaya devam etmiş ve 1999 yılında son 30 yıldaki en düşük seviyesine inmiştir. Bu dönem aynı zamanda yatırım malları ithalatının arttığı sürece karşılık gelmektedir. 1980 yılında % 10 olan yatırım malının

toplam ithalat içindeki payı 1993 yılında yaklaşık % 25 ile en yüksek oranına ulaşmıştır. Sonraki yıllarda ise yatırım mallarının payı azalma eğilimine başlamış ve 2011 yılında % 16 seviyesine kadar düşmüştür.

İthalatın bileşimindeki hammadde ve yatırım mallarının gelişimindeki bu dağılım 1980 sonrasında istikrarlı bir artış gösteren tüketim malları ithalatının önemini ortaya koymaktadır. 1980 yılların başlarında % 4- 5 civarında olan tüketim malları ithalatı 1997 yılında % 10 seviyesine yükselmiş ve son birkaç yıldır % 14 oranında toplam ithalata katkı yapmaktadır. Genel olarak ithalatın miktarının ve bunun içinde tüketim malları ithalatının artıran temel mekanizma yabancı sermaye girişiyle düşen reel kur ve aynı anlamda artan ulusal paranın değeri olmuştur. Türk lirasının reel olarak değer kazanması tüketim ithalatı harcamaları üzerinde artırıcı bir etki yapmıştır.

Tablo 22: İthalatın Bileşimi (1980-2011)

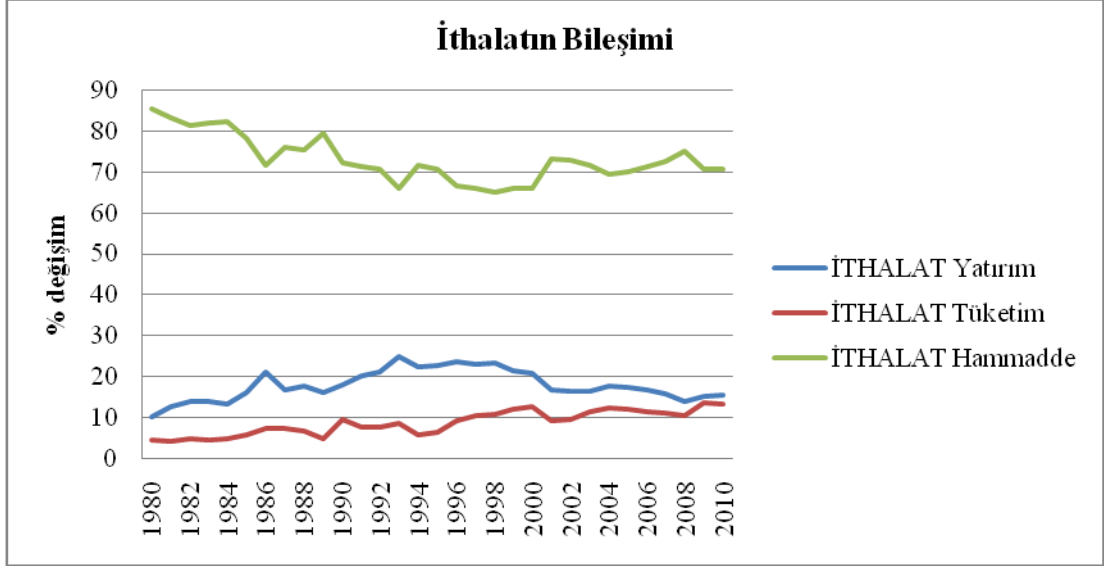
İTHALAT			İTHALAT				
	Yatırım	Tüketim	Hammadde		Yatırım	Tüketim	Hammadde
1980	10,1	4,6	85,3	1996	23,5	9,2	66,7
1981	12,7	4,2	83,0	1997	22,9	10,4	66,1
1982	14,0	4,8	81,2	1998	23,2	10,9	65,1
1983	13,8	4,4	81,8	1999	21,5	11,9	66,0
1984	13,1	4,9	82,1	2000	20,9	12,7	66,1
1985	16,1	5,9	78,0	2001	16,8	9,2	73,2
1986	21,0	7,3	71,6	2002	16,3	9,5	73,0
1987	16,8	7,2	76,1	2003	16,3	11,3	71,7
1988	17,8	6,7	75,5	2004	17,8	12,4	69,3
1989	16,0	4,7	79,3	2005	17,4	12,0	70,1
1990	18,0	9,4	72,4	2006	16,7	11,5	71,4
1991	20,3	7,8	71,2	2007	15,9	11,0	72,7
1992	21,1	7,8	70,8	2008	13,9	10,6	75,1
1993	24,9	8,5	66,1	2009	15,2	13,6	70,6
1994	22,3	5,8	71,5	2010	15,5	13,3	70,8
1995	22,7	6,5	70,6	2011	15,7	13,8	71,1

Kaynak: TÜİK verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Tablo 22’de açıklanan gelişmeler aşağıdaki Şekil 7’de görsel olarak sunulmuştur. 1980 yılından bu yana ithalatın bileşimi incelendiğinde hammadde ithalatının % 70 seviyesinde olduğu görülmektedir. Geriye kalan % 30’luk pay ise yatırım ve tüketim ithalatı arasında paylaşılmaktadır. Şekil 7’de dikkati çeken bir

değişme de tüketim malları ithalatının az oranlarda da olsa yükseliş ivmesi göstermesi olarak değerlendirilmektedir.

Şekil 5: İthalatın Bileşimi (1980-2011)



Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır.

Finansal serbestleşme ile gelen yabancı sermayenin tüketim harcamalarını artırdığı bir başka kanal yurtiçi kredi hacmindeki genişleme olmaktadır. 2000’li yılların başlarından itibaren sermaye girişinin hız kazanması, faiz oranlarının düşük seviyelere yaklaşması yurtiçi kredi hacminin artmasını ve böylece iç talebe dayalı yüksek büyümenin yaşanmasını sağlamıştır. Sermaye girişlerinin diğer yatırımlar alt başlığında yer aldığı bankaların ve reel sektörün yurtdışından sağladığı krediler, artan iç talebe karşılık veren yurtiçi kredi hacminin artmasında bir diğer önemli etken olmuştur.

Aşağıdaki Tablo 23’ten görüldüğü üzere, sermaye girişinin giderek arttığı 2002 yılından sonra yurtiçi kredi hacmi olağan üstü bir şekilde 17 kat artarak yaklaşık 630 milyar Türk Lirasına ulaşmıştır. Yurtiçi kredi hacmindeki bu değerler, Türkiye ekonomisinde sermaye girişlerinin aniden durması sonucunda iç talebe yönelik büyümenin tehlikeye gireceğini göstermektedir. Yurtiçi kredilere bağlı olarak doyurulan son 10 yıllık iç talebin yapısı, ekonomi için ciddi kriz göstergesi olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 23: Yurtiçi Kredi Hacmi ve Sermaye Girişi (1988-2011) Dönemi

YIL	Yurtiçi Kredi Hacmi (Bin TL)	Sermaye Hareketi (Milyon Dolar)	YIL	Yurtiçi Kredi Hacmi (Bin TL)	Sermaye Hareketi (Milyon Dolar)
1988	30,0	-958	2000	28.652,5	9.584
1989	44,8	780	2001	36.111,0	-14.557
1990	74,0	4.037	2002	36.630,3	1.191
1991	130,8	-2.397	2003	54.046,1	7.192
1992	244,4	3.648	2004	83.380,0	17.730
1993	453,8	8.903	2005	133.230,9	43.502
1994	773,9	-4.257	2006	186.524,6	42.691
1995	1.622,7	4.565	2007	239.696,5	48.518
1996	3.660,8	5.483	2008	296.075,8	32.765
1997	7.943,0	6.969	2009	332.399,3	10.065
1998	11.773,4	-840	2010	475.109,1	58.929
1999	17.370,9	4.829	2011	628.832,6	66.370

Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

Aşağıdaki Tablo 24’te ise tüketici kredileri ve sermaye girişleri birlikte verilmiştir. Finansal serbestleşme ile birlikte sermaye girişlerinin artması bankacılık sektörünün kredileri üzerinde de genişlemeci etki yaratmıştır. Dışarıdan kısa vadeli ve düşük faizli kredi almak ve içeride yüksek faiz ile tüketiciye kredi vermek, tıpkı devlete yüksek faizli iç borçlanma kâğıtları karşılığı kredi vermek gibi, bankalar için çok karlı yol olmuştur. 2002 yılından sonra yaşanan likidite bolluğunda ticari bankalar bu yolu fazlaca kullanmışlardır. Bu yolla bankalar gelir sıkışması yaşayan tüketicilere de hem kredi kartları hem de tüketici kredileri yoluyla borç verdiler. Tablo 24’te görüldüğü gibi, 1993 yılında yaklaşık 35 milyon TL olan tüketici kredileri 2000 yılına gelindiğinde 4,5 milyar TL’yi geçmiştir. 2004 yılından sonra ise bu rakam yaklaşık 15 kat artmış ve 2011 yılında 162 milyar TL değerinde tüketici kredisi kullanılmıştır.

Tablo 24: Tüketici Kredileri ve Sermaye Girişi (1993-2011) Dönemi

YIL	Tüketici Kredileri (Bin TL)	Sermaye Girişi (Milyon Dolar)	YIL	Tüketici Kredileri (Bin TL)	Sermaye Girişi (Milyon Dolar)
1993	34.836	8.903	2003	5.833.254	7.192
1994	23.997	-4.257	2004	12.542.550	17.730
1995	59.842	4.565	2005	28.129.000	43.502
1996	158.416	5.483	2006	45.498.433	42.691
1997	432.174	6.969	2007	65.609.349	48.518
1998	699.158	-840	2008	81.040.236	32.765
1999	1.004.315	4.829	2009	90.430.727	10.065
2000	4.602.942	9.584	2010	125.057.443	58.929
2001	2.336.850	-14.557	2011	162.188.845	66.370
2002	2.266.048	1.191	1993- 2011	33.049.917	18.402

Kaynak: TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

2000’li yıllardan itibaren fon bolluğunun getirdiği tüketici kredilerindeki bu gelişmeler tüketim harcamalarını artırmıştır. Aşırı değerli Türk Lirasının ucuzlattığı ithal mallara yapılan harcamalarla birlikte, kredi stokunun genişlemesi de yurtiçi tasarruf oranının düşmesinde bir diğer önemli etken olmuştur. Tüketici kredilerinin giderek artması, gelir dağılımının giderek alt gelir grupları aleyhine geliştiği son yıllarda kredilerin geri ödenebilirliği açısından büyük kuşkular da doğurmaktadır.

Tablo 25’te ise özel kesim dış borç stoku ve sermaye girişleri verileri ışığında 1990-2011 dönemi incelenmiştir. 1990 yılından itibaren özel kesimin dış borçları sürekli artış göstermiştir. 1990 yılında 34 milyar dolar olan dış borç stoku 2000 yılına gelindiğinde 77,5 milyar dolara ulaşmış, 2000 yılından sonra yine artışını sürdürmüştür. 2011 yılında ise özel kesim dış borç stoku 210 milyar dolara yükselmiştir. Özellikle dış piyasalardaki düşük faiz oranları ve bollaşan likidite Türkiye’deki özel sektör için kazançlı alan yaratmıştır. Yurtdışı piyasalardan düşük faizle borçlanan özel kesim, yurtiçinde bu fonları ya devlete borç vermiş ya da bankalara mevduat olarak kazandırmıştır. Bu durum özel kesim için açık pozisyon ve kur riski yaratmıştır. Sermaye girişlerine bağlı olarak şekillenen döviz kurları ve faiz

oranları olası bir kötümser senaryoda, özel kesim dış borç stoku için büyük risk yaratmış olacaktır.

Tablo 25: Özel Kesim Dış Borç Stoku ve Sermaye Girişleri (1990-2011)

YIL	Özel Kesim Dış Borç Stoku (Milyon Dolar)	Sermaye Hareketi (Milyon Dolar)	YIL	Özel Kesim Dış Borç Stoku (Milyon Dolar)	Sermaye Hareketi (Milyon Dolar)
1990	33.954	4.037	2001	79.082	-14.557
1991	36.024	-2.397	2002	91.464	1.191
1992	40.709	3.648	2003	101.568	7.192
1993	46.647	8.903	2004	112.022	17.730
1994	51.416	-4.257	2005	120.283	43.502
1995	55.023	4.565	2006	140.564	42.691
1996	56.024	5.483	2007	170.926	48.518
1997	56.293	6.969	2008	208.990	32.765
1998	63.932	-840	2009	203.487	10.065
1999	68.324	4.829	2010	196.337	58.929
2000	77.592	9.584	2011	209.325	66.370

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı ve TCMB verileri kullanılarak yazar tarafından düzenlenmiştir.

4.3. EKONOMETRİK ANALİZ

Finansal serbestleşme kapsamında ülkeye giren yabancı sermayenin tüketim harcamaları üzerindeki etkisinin incelenmesinin, hem ekonomik büyümenin yapısı hem de yurtiçi tasarruf kanalı üzerinden oluşan cari açıklar açısından büyük önem taşıdığı düşünülmektedir. Bu çalışmada 1990-2011 yılları arasında sermaye girişlerinin tüketim harcamalarını nasıl etkilediği ve bu mekanizmanın hangi kanallar aracılığıyla gerçekleştiği incelenmiştir.

Bu bağlamda, finansal serbestleşme ile tüketim harcamaları arasındaki ilişkinin analizi için ekonometrik bir model oluşturulmuştur. Öncelikle tüketim harcaması ve bağlantılı göstergeler saptanmış, sonrasında finansal serbestleşme kapsamında sermaye girişleri ile tüketim harcamaları arasındaki ilişki VAR analizi ile açıklanmıştır.

4.3.1. Ekonomi Yazın Taraması

Finansal serbestleşme sonrası sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisini inceleyen pek çok sayıda çalışma yapılmıştır. Bu çalışmaların bazılarında yabancı sermaye girişlerinin toplam harcamaların bileşimini nasıl etkilediği de incelenmiştir. Yapılan çalışmaların genel sonucu yabancı sermaye girişlerinin kamu tüketim harcamalarına etki etmediği ancak özel tüketim harcamalarını artırdığı yönündedir. Benzer sonuç yatırım harcamaları için de geçerlidir. Yabancı sermaye girişlerinin kamu yatırımları üzerindeki etkisi oldukça zayıftır. Özel yatırım harcamaları ise yabancı sermaye girişleriyle birlikte artmaktadır fakat tüketim harcamaları üzerindeki etkiye oranla daha azdır.

Yentürk (1999), kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin 1990 yılından sonra Türkiye ekonomisindeki toplam harcamalar üzerindeki etkiyi ticarete konu olan mallar ve konu olmayan mallar ayrımı yaparak incelemiştir. Yentürk' ün çalışmasının sonucuna göre, kısa vadeli sermaye girişlerin tüketimi teşvik ettiği ve sermaye girişlerine bağlı olarak yükselen reel faizlerin ise yatırımlar üzerinde olumsuz etki yarattığı bulgulanmıştır. Bir başka sonuç ise kısa vadeli sermaye girişlerinin reel kurları yükseltmesine bağlı olarak ticarete konu olan malların üretiminin azalması ve yatırımların ticarete konu olmayan sektöre kayması yönünde olmuştur.

Celasun, Denizer ve He (1999), çalışmalarında Türkiye ekonomisinde sermaye girişlerinin özel tüketim talebi ve özel yatırım talebi üzerindeki etkisini 1989 ve 1997 yılları arasındaki çeyreklik verileri kullanarak incelemiştir. Çalışmada kullanılan regresyon analizi sonuçlarında özel tüketim talebinin sermaye girişlerinden pozitif olarak etkilendiği ve sermaye girişleriyle özel yatırım talebi arasında ise yine pozitif ama zayıf bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır.

Akçoraoğlu (2000), Türkiye ekonomisinde sermaye girişlerinin türleriyle ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1989 ve 1999 yıllarının çeyreklik verilerini kullanarak VAR analiziyle incelemiştir. Sonuç olarak kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi açıklamakta tek başına anlamlı olmadığını, ayrıca sermaye girişlerinin ardından ulusal paranın değerlenmesine bağlı olarak cari işlemler dengesinde bir bozulmanın meydana geldiği bulunmuştur.

Çeviş ve Kadılar (2001) , 1989:10 ve 1997:09 yıllarına ait çeyreklik verilerle yaptıkları Türkiye Ekonomisi'nde kısa vadeli sermaye girişleri ile seçilmiş makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi analiz eden çalışmanın sonucunda kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin cari işlemler dengesi üzerinde olumsuz etkisi olduğunu bulmuşlardır. Cari işlemler dengesi üzerindeki negatif etki sermaye girişlerine bağlı olarak yükselen Türk Lirası'nın değerine bağlı olarak gerçekleşmektedir.

Yeldan ve diğerleri (2002), kısa vadeli bankacılık kredileri ve portföy yatırımlarından oluşan finansal sermaye girişi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri araştıran çalışmayı 1992: 01 ve 2001:12 dönemlerini inceleyerek yapmışlardır. Uyguladıkları çoklu regresyon analizinde, finansal sermaye girişlerinin Türk Lirası'nın değerini artırdığını ve ithalat artışına bağlı olarak dış ticaret ve cari açık üzerinde olumsuz etki yarattığı bulgulanmıştır. Aynı çalışmada ortaya çıkan bir başka sonuç ise sermaye girişlerinin ticari sektör üzerinde bir etki yaratmadığı ve özel imalat sanayi yatırımlarının finansmanında kullanılmadığı yönündedir.

Yentürk ve Çimenoğlu (2002), Türkiye ekonomisinde uluslar arası sermaye girişlerinin yatırım ve tüketim üzerindeki etkilerini 1987:1 ve 2001:4 dönemi için inceledikleri regresyon analizi sonucunda net yabancı sermaye girişlerinin tüketim harcamalarını olumlu yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Çalışmanın devamında uluslar arası sermaye girişi ile tüketim ve yatırım harcamaları arasındaki ilişki VAR modeli kapsamında incelenmiş ve net sermaye girişinin özel yatırım harcamaları üzerinde dört çeyrek dönem pozitif etkisi olduğu, özel tüketim harcamaları üzerinde ise üç çeyrek dönem pozitif etkisi olduğu ortaya konulmuştur.

İnsel ve Sungur (2003), sermaye hareketleri ve sermaye girişlerinin alt kalemleri ile seçilmiş 42 ekonomik gösterge arasındaki ilişkileri nedensellik analiziyle incelemiş ve kısa vadeli sermaye girişlerinden ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik bulamamışlardır. Buna karşın kısa vadeli sermaye akımlarından özel sektör sabit sermaye yatırımlarına, cari işlemler açıklarına, Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) faiz oranı artışlarına ve enflasyona doğru bir nedensellik bulmuşlardır. Çalışmanın bir diğer sonucu olarak, kısa vadeli sermaye girişlerinin, kurları aşırı değerli hale getirerek ithalatı artırdığı ve dış dengeyi etkilediği ortaya

konmuştur. Özel sektörün finansmanı açısından ise, kısa vadeli sermaye girişlerinin özel sektör üretimi için pozitif etki yarattığı saptanmıştır.

Yentürk ve Çimenoğlu (2003), Türkiye ekonomisinde 1987 ve 2001 yılları arasındaki toplam yabancı sermaye yatırımları, özel sektör tüketim ve özel sektör yatırım harcamaları arasındaki ilişkiyi çeyreklik verilerle incelemiştir. Çalışmada yapılan Granger nedensellik testi sonucunda sermaye akımlarının hem özel yatırım harcamalarına hem özel tüketim harcamalarına Granger anlamda neden olduğu belirlenmiştir. Çalışmanın devamında yapılan VAR analizinde ise, net sermaye girişlerindeki artışların özel tüketim harcamalarında üç, özel yatırım üzerinde ise dört çeyrek dönem pozitif etki doğurduğu bulgulanmıştır. Yine aynı çalışmanın bir başka sonucu ise, yabancı sermaye girişlerinin faiz oranı üzerindeki etkisini ölçmüş ve sermaye girişlerinin Hazine'nin borçlanma faizlerini artırdığı sonucuna varılmıştır.

Yentürk ve Ülengin (2003), Türkiye'de yabancı sermaye girişlerinin derneşik harcama kategorileri üzerindeki etkisini 1987:1-1997:4 dönemi için VAR analizi yardımıyla incelemiştir. Sonuçlara göre uzun dönemde yabancı tasarrufların yurtiçi yatırımlar için ilave kaynak oluşturmak yerine özellikle özel tüketim harcamalarını etkilediğini belirlemişler ve özel tüketim harcamalarının özel yatırımları etkilediğini ortaya koymuşlardır.

Emil ve Vehbi (2003), 1987:1 ve 2002:4 dönemi için Türkiye ekonomisinde sermaye girişleri ile reel döviz kurları arasındaki ilişkiyi inceledikleri nedensellik analizinde, sermaye girişlerinin reel kurların değişimi üzerinde önemli etkisi olduğu sonucuna varmışlardır. 1989:2-2002:4 dönemindeki çeyrek verilerle reel kurlardaki değişimin tüketim harcamaları üzerindeki etkisini regresyon denklemiyle tahmin etmişler ve ulusal paradaki değerlenmenin tüketim harcamalarını artırdığı sonucuna varmışlardır.

Berument ve Dinçer (2004), sermaye girişlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki makroekonomik etkilerini 1992:1-2001:6 dönemindeki çeyreklik verilerle VAR analizi yardımıyla incelemiştir. Çalışmanın sonuçları sermaye girişlerindeki bir artışın faiz oranının ve enflasyonun düşmesine, ulusal paranın değerlenmesine ve ekonomik büyümeye neden olduğunu göstermiştir.

Yapılan pek çok uygulamalı çalışmanın sonucunda, kısa vadeli sermaye girişlerinin tüketim harcamalarını artırdığı, ulusal parayı aşırı değerlendirdiği ve bu nedenle cari işlemler dengesi üzerinde olumsuz etki yarattığı gösterilirken, kısa vadeli sermaye girişlerinin yatırımlar, ekonomik büyüme ve diğer bazı makroekonomik göstergeler üzerinde farklı sonuçlar yarattığı bulgulanmıştır.

Geleneksel olarak geniş makroekonomik modeller kullanılarak yapılan hipotez testleri ve tahminlerde, genellikle yapısal eşitliklerin her biri tek tek tahmin edilir, sonra bütün eşitlikler bir araya getirilerek makroekonomik tahminler yapılmaktadır. Fakat bu tip model analizleri ekonominin temel yapısı hakkında oldukça fazla kısıtlama içermesi nedeniyle Sims tarafından eleştirilmiştir. Sims'e göre herhangi bir makroekonomik modelde kullanılacak değişkenler arasında eş zamanlılık söz konusuysa, içsel ve dışsal değişkenler arasında önsel bir ayırım yapılmamalıdır. (Enders, 2008: 152)

Sims tarafından geliştirilen VAR (Vektör Otoregresif Analiz) modeli diğer makroekonomik modellere göre, bütün değişkenlerin içsel alınması ve değişkenlerin hangisinin içsel hangisinin dışsal alınması kararına bağlı olunmaması nedeniyle daha yaygın kullanılmaktadır.

4.3.2. Veri Seti ve Kullanılan Uygulamalı Yöntem

Çalışmada Türkiye'de finansal serbestleşme sürecinde makro ekonomik değişkenlerin tüketim harcamaları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Uygulamada 1990-2011 dönemine ilişkin üçer aylık zaman serisi verileri kullanılmıştır. Analizde kullanılan değişkenlerden biri olan GSYİH değişkeninin 1998 yılından itibaren hesaplanma yönteminin değişmesi göz önüne alınarak zaman serilerinde uyumlaştırma gerçekleştirilmiştir. GSYİH ve Tüketim Harcamaları serilerinde mevsimsellik olduğu gözlemlenmiş ve mevsimsellikten arındırılmış veriler uygulamaya dâhil edilmiştir. Analizde kullanılan bir diğer değişken olan Net Kredi Hacmi serisi Türkiye'de mevduat bankalarının sahip olduğu kredi hacmi verilerinden oluşturulmuştur. Net Sermaye Girişleri değişkeni Türkiye'nin cari işlemler bilançosunda yer alan doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar değişkenlerinin net değerleri toplanarak oluşturulmuştur. Reel kur

serisi ise TÜFE bazlı reel efektif kur endeksi (1995=100) şeklinde analize dâhil edilmiştir. Çalışmada kullanılan tüm değişkenler TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden elde edilmiştir. Çalışmada varyans durağanlığı sağlamak amacıyla tüm serilere logaritmik dönüşüm uygulanmıştır.

Bu çalışmada Türkiye’de finansal serbestleşme sürecinde tüketim harcamalarının belirleyicilerinin analizi için aşağıdaki model kullanılmıştır:

$$TÜK_t = \beta_0 + \beta_1 NKH_t + \beta_2 REK_t + \beta_3 GSYİH_t + \beta_4 NSG_t + u_t$$

TÜK: Tüketim Harcamaları

NKH: Net Kredi Hacmi

REK: Reel Efektif Kur

GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla

NSG: Net Sermaye Girişleri

Bu çalışmada Türkiye’de tüketim harcamalarının belirleyicilerinin analizinde Vektör Otoregresif Analiz (VAR) yöntemi kullanılmıştır. VAR modellerinde her bir değişken kendi gecikmeli değeri ve modeldeki diğer tüm değişkenlerin gecikmeli değerlerinin doğrusal bir bileşimi şeklinde ifade edilmektedir. Etkin ve tutarlı bir VAR analizi için modeldeki tüm değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Dolayısıyla VAR analizine geçmeden önce değişkenlerin durağan olup olmadığı incelenmeli; durağan değilse durağanlaştırmak için gerekli dönüşümler yapılmalı ve daha sonra VAR analizine geçilmelidir.

4.3.3. Verilerin Durağanlığının Araştırılması

Zaman serileri analizinde, durağan olmayan serilerle çalışıldığında, oluşturulacak regresyonun sonuçları gerçekçi olmamaktadır ve durağan olmayan serilerin kullanılması regresyona tabi tutulan değişkenler arasında sahte ilişkiye neden olmaktadır. Bu durumda standart t istatistikleri ve R² değerleri olduğundan daha yüksek çıkmaktadır (Enders, 2008: 171). Değişkenler arasında anlamlı bir ilişki yoksa bile anlamlı bir ilişki varmış gibi görünmektedir. Bu nedenle VAR analizinde kullanılacak değişkenlerin durağan olup olmadıkları Genişletilmiş-Dickey Fuller testleriyle araştırılmış ve sonuçları Tablo 1 ve Tablo 2’de sunulmuştur.

Tablo 26: Değişkenlerin Düzey Değerlerine I(0) İlişkin ADF Test Sonuçları

Değişkenler	Sabitli	Sonuç	Sabitli ve Trendli	Sonuç
LTÜK	-0,8453	Durağan Değil	-3,5931	Durağan Değil
LNKH	-3,8911**	Durağan	-0,1864	Durağan Değil
LREK	-0,9206	Durağan Değil	-3,3182	Durağan Değil
LGYİH	-0,2883	Durağan Değil	-3,7664	Durağan Değil
LNSG	-2,5251	Durağan Değil	-1,0543	Durağan Değil
Kritik Değerler*: %1:-3,5092 %5: -2,8959 %10:-2,5851		Kritik Değerler*: %1:-4,0696 %5:-3,4635 %10:-3,1582		

*Mac Kinnon %1, %5, %10 kritik değerleri kullanılmıştır.

**%5 kritik değeri için durağandır.

Tablo 27: Değişkenlerin Düzey Değerlerine I(1) İlişkin ADF Test Sonuçları

Değişkenler	Sabitli	Sonuç	Sabitli ve Trendli	Sonuç
LTÜK	-22,7276	Durağan	-22,5996	Durağan
LNKH	-7,5083	Durağan	-5,2578	Durağan
LREK	-6,2683	Durağan	-6,2883	Durağan
LGSYİH	-19,3964	Durağan	-19,3547	Durağan
LNSG	-7,6047	Durağan	-8,3549	Durağan
Kritik Değerler*: %1:-3,5102 %5:-2,8963 %10:-2,5853		Kritik Değerler*: %1:- 4,0710 %5:- 3,4641 %10:-3,1585		

*Mac Kinnon %1, %5, %10 kritik değerleri kullanılmıştır.

Tablo 26 ve 27'den de görüleceği gibi LNKH sabitli ADF test istatistiği dışında tüm değişkenlerin durağan olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. LNKH serisinin trend içermesi nedeniyle sabitli test istatistiği sonucu göz ardı edilmiştir. Tablolarda yer alan sonuçlara göre tüm serilerin hesaplanan test istatistikleri %1 kritik değerden küçük çıktığı için tüm seriler birinci derecede durağandır.

4.3.4. VAR Modelinde Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

VAR modelini tahmin etmeden önce model için uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. VAR modelinin gecikme uzunluğunun belirlenmesi için kullanılan en yaygın istatistikler; Olabilirlik Oranı Testi (Likelihood Ratio Testi:LR), Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criterion: AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (Schwarz Information Criterion: SIC), Son Öngörü Hatası (Final Prediction Error: FPE) ve Hannan-Quinn Bilgi Kriteri (HQ)'dır. Bu bilgi kriterlerini minimum yapan gecikme uzunluğu optimal olarak kabul edilir. Modelde kullanılacak gecikme uzunluğunun belirlenmesi amacıyla yapılan test sonuçları Tablo 29'da verilmiştir. Bu çalışmada VAR modeli için optimal gecikme uzunluğu LR, FPE ve AIC bilgi kriterlerine dayanarak 2 olarak belirlenmiştir.

Tablo 28: VAR Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme Uzunluğu	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	517.8110	NA	2.63e-12	-12.47623	-11.72640*	-12.17582*
1	545.9978	49.23787	2.44e-12	-12.55691	-11.05726	-11.95610
2	583.3813	60.57062*	1.81e-12*	-12.87041*	-10.62094	-11.96920
3	602.7812	28.97705	2.16e-12	-12.72864	-9.729336	-11.52703
4	622.4646	26.90895	2.61e-12	-12.59404	-8.844913	-11.09203
5	646.0667	29.27863	2.95e-12	-12.55865	-8.059700	-10.75623
6	672.2979	29.21956	3.26e-12	-12.58982	-7.341044	-10.48700
7	692.2488	19.69835	4.46e-12	-12.46200	-6.463393	-10.05877
8	711.4576	16.53417	6.68e-12	-12.31538	-5.566956	-9.611757

* İlgili kritere göre belirlenen optimal gecikme uzunluğu

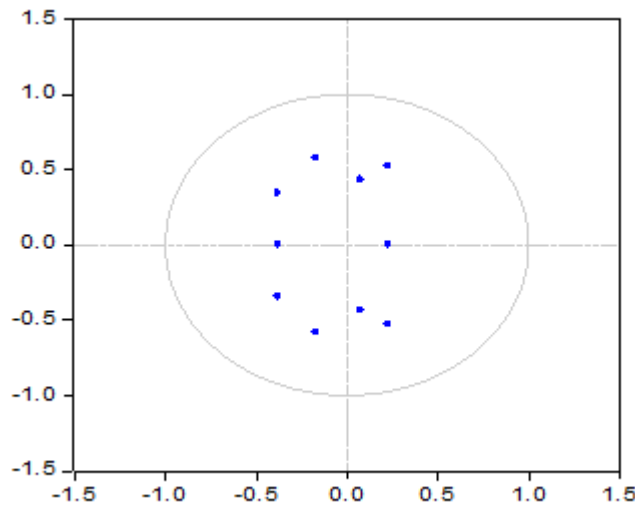
LR: LR Test İstatistiği (her biri 5% düzeyindedir.)
FPE: Son Öngörü Hatası
AIC: Akaike Bilgi Kriteri
SC: Schwarz Bilgi Kriteri
HQ: Hannan-Quinn Bilgi Kriteri

4.3.5. VAR Modeli Tahmin Sonuçları

Standart VAR modeli 2 gecikme ile oluşturulmuş ayrıca kriz yıllarını dikkate almak amacıyla modele kukla değişkenler eklenerek, model tahmin edilmiştir. VAR modelinin tahmin edilmesi sonucunda elde edilen parametrelerin yorumlanması yerine elde edilen kalıntıların analizi yapılmaktadır. Modelde yer alan değişkenlere bir standart sapmalık şok verildiğinde modeldeki bir değişkenin kendisinin ve diğer değişkenlerin tepkisi, Etki-Tepki (Impulse-Response) fonksiyonları ile analiz edilmektedir. Kalıntıların analizi için kullanılan bir diğer yöntem ise Varyans Ayırıştırma (Variance Decomposition) yöntemi ile öngörü hata varyansını ölçmektedir. Bu teknik ile istatistikî şokların değişkenler üzerindeki etkileri görülebilmektedir. Bir değişkendeki şokların diğer değişkenler tarafından açıklanma oranı hesaplanarak, değişkenler arasındaki iktisadi ilişkiler açıklanmaktadır (Enders, 2004: 175).

Bu analizlere geçmeden önce elde edilen standart VAR modelinin geçerliliğini sınamak için ilk bakılması gereken “Kararlılık Koşulu”nun sağlanıp sağlanmadığıdır. Bu koşul sağlanmıyorsa, VAR modeli geçersizdir. Bunun nedeni ise, serilerin durağanlık mertebelerinin yanlış belirlenmesi ya da serilerin durağanlaştırılmadan modele katılmış olması olabilir.

Tablo 29: Karakteristik Kökler



Yukarıdaki tabloda, VAR modelinin kökleri daire grafiğın dışına çıkmadığından kararlılık koşulunun sağlandığını söylenebilir. Buna göre, 2 gecikmeyle oluşturulan standart VAR modeli geçerlidir. Bunun yanı sıra, bu modelde otokorelasyonu sorunu olup olmadığı Lagrange Çarpanı (LM) Testi ile sınanmış ve Tablo 31’de sonuçları sunulmuştur.

Tablo 30: LM Otokorelasyon Testi Sonuçları

Gecikme Uzunluğu	LM İstatistiği	Prob
1	30,77548	0,1966
2	21,17407	0,6829
3	23,07430	0,5732
4	30,45830	0,2076
5	36,34156	0,0666
6	32,38533	0,1472

LM Testi ile 6. Mertebeğe kadar yapılan otokorelasyon sınamasının sonuçlarına göre LM olasılık değerlerinin tümünün 0,05’ten büyük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, otokorelasyonun olmadığı H_0 hipotezi kabul edilmelidir.

Değişen varyans sınaması ise, WHITE testiyle yapılır. Değişen varyans testi olarak da bilinen RAMSEY RESET testi ise, VAR modeli için değişen varyans sınaması olarak kullanılamaz; çünkü VAR modelleri doğrusal modellerdir.

Tablo 31: WHITE Değişen Varyans Testi Sonuçları

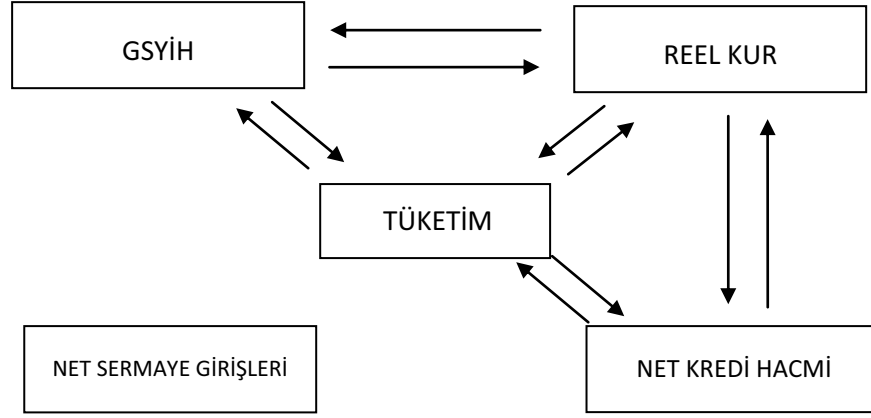
Chi-sq	df	Prob.			
413.4990	375	0.0831			
Bireysel Öğeler:					
Bağımlı	R ²	F(25,59)	Prob	Chi-sq(25)	Prob.
res1*res1	0.203237	0.601987	0.9182	17.27519	0.8716
res2*res2	0.628796	3.997691	0.0000	53.44766	0.0008
res3*res3	0.232139	0.713473	0.8223	19.73181	0.7607
res4*res4	0.318787	1.104407	0.3669	27.09687	0.3511
res5*res5	0.248718	0.781299	0.7480	21.14106	0.6847
res2*res1	0.443406	1.880072	0.0243	37.68949	0.0496
res3*res1	0.220740	0.668515	0.8655	18.76291	0.8083
res3*res2	0.399200	1.568098	0.0798	33.93203	0.1094
res4*res1	0.259272	0.826056	0.6948	22.03814	0.6335
res4*res2	0.416656	1.685637	0.0515	35.41572	0.0809
res4*res3	0.301443	1.018392	0.4604	25.62264	0.4279
res5*res1	0.326663	1.144930	0.3272	27.76633	0.3187
res5*res2	0.507275	2.429687	0.0027	43.11835	0.0136
res5*res3	0.320449	1.112879	0.3584	27.23813	0.3441
res5*res4	0.390069	1.509291	0.0988	33.15587	0.1272

Tablo 32'den White değişen varyans testi sonucunun olasılık değerinin 0,05'ten büyük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, değişen varyansın olmadığı H₀ hipotezi kabul edilmelidir.

4.3.6. Etki-Tepki Fonksiyonları

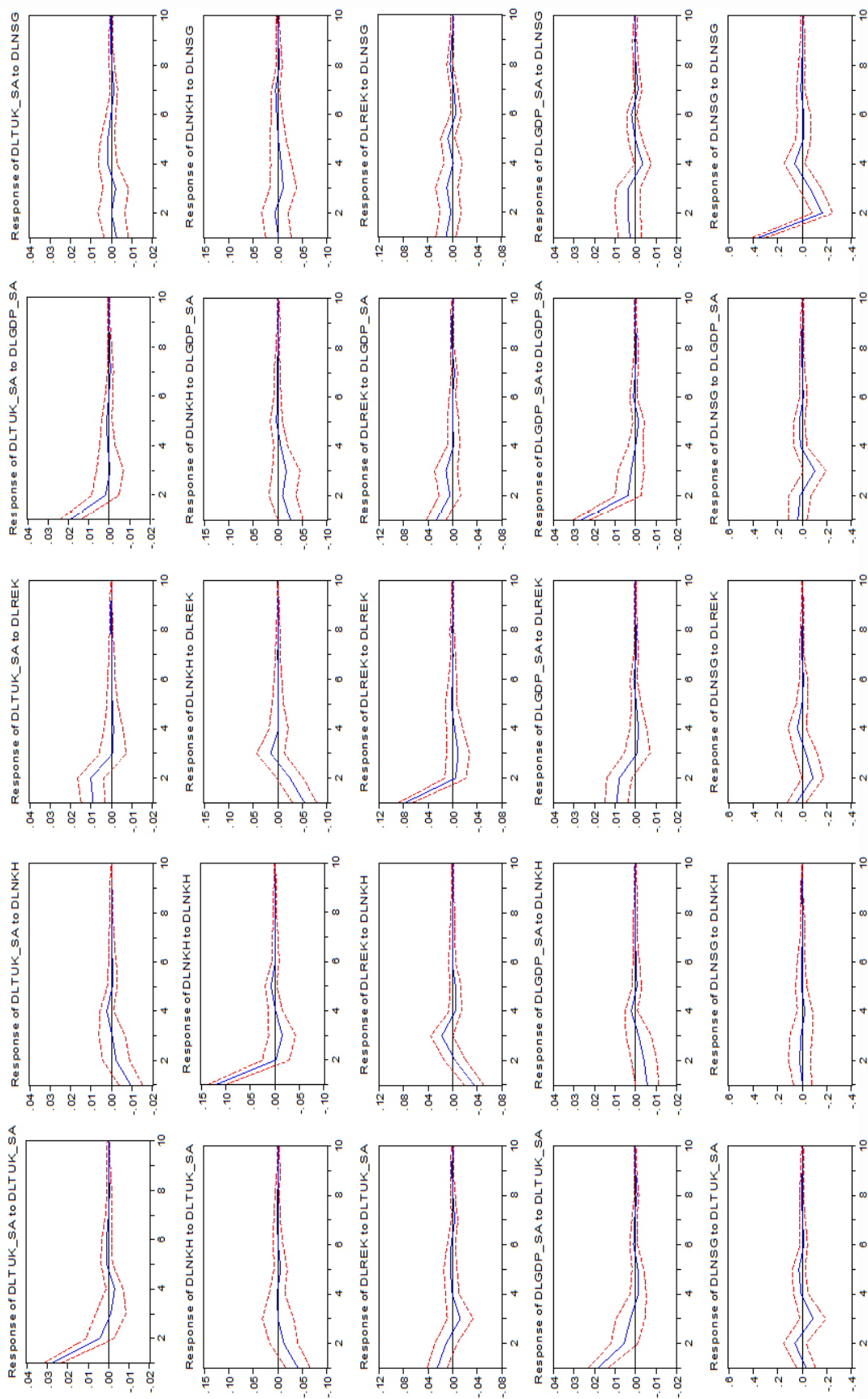
Etki-tepki analizinde sistemdeki değişkenlerden bir tanesinde bir şok meydana geldiğinde, sistemdeki diğer değişkenlerin bu şoktan etkilenip etkilenmediği ya da bu şoktan nasıl etkilendikleri analiz edilir.

Şekil 6: Etki Tepki Analizi Sonuçları



Şekil 6'dan görüldüğü gibi etki-tepki analizi sonucunda tüketim harcamalarının net kredi hacmi, reel kur ve gsyih değişkenlerindeki şoklardan etkilenmektedir. Net kredi hacminde meydana gelen bir artış tüketim harcamalarını etkilemektedir. Bunun yanında tüketim harcamalarındaki bir artış da net kredi hacmini belirlemektedir. Bir diğer çift yönlü ilişki tüketim harcamaları ile reel kur arasında görülmektedir. Kurların düşmesi sonucunda aşırı değerli Türk lirası tüketim harcamalarını artırırken, tüketim harcamalarında meydana gelen değişiklik de reel kur üzerinde şok etkisi yaratmaktadır. Etki-Tepki analizi sonucuna göre son olarak tüketim harcamalarıyla gsyih arasında da çift yönlü ilişki olduğu söylenebilir. Böylece gsyih'nin artması tüketim harcamalarını artırmaktadır.

Response to Generalized One S.D. Innovations ± 2 S.E.



4.3.7. Varyans Ayrıştırması

Varyans ayrıştırması analizinde etki-tepki analizine bağlı olarak değişkenin şok sonucu varyansındaki değişimin % kaçının kendisinden % kaçının sistemdeki diğer değişkenlerden kaynaklandığı araştırılır. Varyans ayrıştırması analiziyle sistemdeki değişkenlerin her birinin diğer değişkenlerden ne ölçüde etkilendiğini, başka bir deyişle diğer değişkenlere ne kadar bağlı olduğu anlaşılabilir. Eğer bir değişkenin varyansındaki değişim büyük ölçüde kendisi tarafından açıklanıyorsa bu değişken için “dışsal”dır denilebilir. Ancak bu yorumun yapılabilmesi için sistemdeki diğer değişkenlerin de göz önünde bulundurulması gerekir. Tablo 33’e göre varyans ayrıştırması sonuçları şu şekilde açıklanabilir:

- DLTUK_SA değişkeninin birinci dönemde varyansının %100’ünü kendisi tarafından açıklamaktadır. İkinci dönemde ise yaklaşık %10’u DLREK değişkeni tarafından açıklanırken, dördüncü dönemden itibaren yaklaşık %3’ü DLGDP_SA değişkeni tarafından açıklanmaktadır.
- DLNKH değişkeninin birinci dönemde varyansının yaklaşık %88’i kendisi tarafından açıklanırken, yaklaşık %12’si DLTUK_SA tarafından, yaklaşık %4,5’i DLREK tarafından açıklanmıştır. Üçüncü dönemden itibaren ise yaklaşık %5’inin DLGDP_SA değişkeni tarafından açıklandığı görülmektedir.
- DLREK değişkeninin birinci dönemde varyansının yaklaşık %76’sı kendisi tarafından açıklanırken, yaklaşık %13’ü DLNKH ve yaklaşık %11’i DLTUK_SA değişkeni tarafından açıklanmıştır. Üçüncü dönemden itibaren ise yaklaşık %3’ünün DLGDP_SA değişkeni tarafından açıklandığı görülmektedir.
- DLGDP_SA değişkeninin birinci dönemde yaklaşık %50’si kendisi tarafından açıklanırken, yaklaşık %48’i DLTUK_SA ve yaklaşık %2’si DLREK değişkeni tarafından açıklanmıştır. Bundan sonraki dönemlerde DLREK VE DLNSG değişkenlerinin payı artarken, DLTUK_SA değişkeninin payı az miktarda da olsa azalmıştır.
- DLNSG değişkeninin birinci dönemde yaklaşık %93’ü kendisi tarafından açıklanırken, ileriki dönemlerde DLREK ve DLTUK_SA değişkenlerinin payları yükselmiştir.

Tablo 32: Varyans Ayrıştırması Sonuçları

DLTUK_SA						
Period	S.E.	DLTUK_SA	DLNKH	DLREK	DLGDP_SA	DLNSG
1	0.027420	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.029597	87.95477	0.097667	10.49753	1.406919	0.043122
3	0.029733	87.29380	0.172361	10.44960	1.435931	0.648310
4	0.030178	85.67740	0.368781	10.17273	3.068447	0.712647
5	0.030280	85.18488	0.368701	10.19507	3.150777	1.100567
6	0.030309	85.12414	0.370438	10.19244	3.186188	1.126800
7	0.030343	84.93336	0.370795	10.17198	3.257563	1.266298
8	0.030350	84.92138	0.372023	10.17547	3.258674	1.272451
9	0.030354	84.90032	0.372403	10.17626	3.268086	1.282938
10	0.030355	84.89672	0.373372	10.17631	3.270109	1.283489

DLNKH						
Period	S.E.	DLTUK_SA	DLNKH	DLREK	DLGDP_SA	DLNSG
1	0.118777	11.79126	88.20874	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.122771	12.00369	82.83559	4.544552	0.109756	0.506413
3	0.127165	11.18889	78.80119	4.920120	4.125794	0.964009
4	0.127669	11.12155	78.18448	4.931216	4.688771	1.073987
5	0.128364	11.18419	77.59078	5.035331	5.055990	1.133712
6	0.128401	11.17924	77.55596	5.036615	5.068715	1.159466
7	0.128502	11.17932	77.43442	5.028776	5.065326	1.292153
8	0.128542	11.18021	77.38913	5.032979	5.067669	1.330008
9	0.128558	11.18777	77.37100	5.031713	5.072709	1.336799
10	0.128563	11.18692	77.36530	5.033748	5.072992	1.341032

DLREK						
Period	S.E.	DLTUK_SA	DLNKH	DLREK	DLGDP_SA	DLNSG
1	0.076754	10.77552	13.24312	75.98136	0.000000	0.000000
2	0.078292	12.23426	12.73107	74.52104	0.061139	0.452498
3	0.085011	12.45781	13.76279	63.20961	10.04862	0.521170
4	0.085318	12.37685	13.90037	63.19968	9.997669	0.525429
5	0.085993	12.36036	13.85436	62.21125	10.08598	1.488039
6	0.086269	12.36414	13.80898	61.81443	10.06919	1.943267
7	0.086399	12.47201	13.76861	61.62928	10.05694	2.073157
8	0.086477	12.45174	13.74602	61.54039	10.07147	2.190379
9	0.086495	12.47116	13.74582	61.51749	10.07396	2.191572
10	0.086500	12.47056	13.74420	61.51387	10.07446	2.196921

DLGDP_SA						
Period	S.E.	DLTUK_SA	DLNKH	DLREK	DLGDP_SA	DLNSG
1	0.026532	47.70134	0.054293	2.247139	49.99723	0.000000
2	0.028107	46.30096	0.817968	6.525613	44.78901	1.566447
3	0.028629	45.36525	0.853586	6.850020	43.34652	3.584629
4	0.029014	44.38141	1.172493	6.682936	42.41508	5.348080
5	0.029082	44.33083	1.332838	6.685796	42.31511	5.335432
6	0.029169	44.15602	1.325278	6.703846	42.08976	5.725102
7	0.029203	44.08715	1.342565	6.708245	41.99791	5.864127
8	0.029213	44.10978	1.345012	6.704019	41.97518	5.866008
9	0.029216	44.09906	1.345703	6.706882	41.96714	5.881210
10	0.029217	44.09998	1.346983	6.707135	41.96495	5.880955

DLNSG						
Period	S.E.	DLTUK_SA	DLNKH	DLREK	DLGDP_SA	DLNSG
1	0.351583	0.781902	0.204943	2.734416	3.803868	92.47487
2	0.400977	2.799414	1.465548	8.701170	3.025541	84.00833
3	0.419732	6.883235	1.616301	8.022880	4.675781	78.80180

4	0.425640	6.745242	1.795785	8.443936	4.558650	78.45639
5	0.427027	7.095245	1.961430	8.390544	4.557620	77.99516
6	0.427567	7.191013	1.960192	8.396202	4.546136	77.90646
7	0.427754	7.194411	1.978473	8.397558	4.543286	77.88627
8	0.427815	7.215869	1.978412	8.395398	4.541988	77.86833
9	0.427840	7.215197	1.979645	8.395591	4.541756	77.86781
10	0.427847	7.216972	1.980229	8.395540	4.541785	77.86547

4.3.8. Granger Nedensellik Analizi Testi

Ekonometrik çalışmalarda zaman serileri arasındaki nedensellik ilişkisi analizinde en sık kullanılan araç Granger Nedensellik testidir. Bu analizde kurulan hipotez testleri şu şekildedir:

$H_0: X_{2t} X_{1t}$ 'nin nedeni değildir (does not granger-cause).

$H_0: X_{1t} X_{2t}$ 'nin nedeni değildir (does not granger-cause).

Bu testler aşağıdaki Vector Otoregressive Model analizine dayanılarak yapılmıştır.

$$\begin{bmatrix} X_{1t} \\ X_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} C_1 \\ C_2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varphi_{11}(L) & \varphi_{12}(L) \\ \varphi_{21}(L) & \varphi_{22}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} X_{1t} \\ X_{2t} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix}$$

ε_{1t} ve ε_{2t} kalıntıları göstermektedir ve sıfır ortalamalı ve sabit varyanslı Gaussian white noise'dir. L gecikme operatörüdür. Çok değişkenli Granger nedensellik yaklaşımına göre eğer $\varphi_{12}(L)$ 'nin ortaklaşa sıfırdan farklı olması anlamlı bulunursa $X_{2t} X_{1t}$ 'nin Granger nedenidir denir.

Bu analizi yorumlamak için Tablo 34'deki F istatistiği ve olasılık değerleri yorumlanabilir. Bu analize göre %10 anlamlılık düzeyinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır:

- DLTUK_SA ile DLREK değişkenleri arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi vardır.

- DLREK’ den DLNKH ve DLNSG değişkenlerine doğru tek yönlü bir nedensellik bulunmaktadır.
- DLGDP ile DLREK değişkenleri arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi vardır.
- DLNSG’ den DLGDP_SA değişkenine doğru tek yönlü bir nedensellik bulunmaktadır.

Tablo 33: Granger Nedensellik Testi Sonuçları

DLTUK_SA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLNKH	1.154529	2	0.5614
DLREK	10.92861	2	0.0042
DLGDP_SA	1.649508	2	0.4383
DLNSG	1.069719	2	0.5858
All	12.55837	8	0.1280
DLNKH			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLTUK_SA	0.766288	2	0.6817
DLREK	6.510853	2	0.0386
DLGDP_SA	4.092920	2	0.1292
DLNSG	0.680005	2	0.7118
All	10.63761	8	0.2231
DLREK			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLTUK_SA	6.163296	2	0.0459
DLNKH	1.081924	2	0.5822
DLGDP_SA	10.89389	2	0.0043
DLNSG	1.034124	2	0.5963
All	14.77779	8	0.0636
DLGDP_SA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLTUK_SA	1.953611	2	0.3765
DLNKH	0.460213	2	0.7944
DLREK	5.501332	2	0.0639
DLNSG	4.737563	2	0.0936
All	14.40874	8	0.0717

DLNSG

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLTUK_SA	1.336480	2	0.5126
DLNKH	0.562021	2	0.7550
DLREK	4.876482	2	0.0873
DLGDP_SA	0.907381	2	0.6353
All	11.48972	8	0.1755

Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre tüketim harcamaları ve reel kur arasında çift yönlü bir etkileşim vardır. Reel kurun yükselmesi tüketim harcamalarını artırıcı bir etki yaratmaktadır. Analize göre reel kurlardaki yükselişin ayrıca yurtiçi net kredi hacmi ve net sermaye girişi üzerinde de tek yönlü nedenselliği bulunmaktadır.

SONUÇ

İktisadi anlamda serbestleşme kavramı; devletin ya da merkezi otoritenin ekonominin üretim ve yönetim alanındaki sahipliğinden ve kontrolünden, piyasanın denetim ve kontrolüne geçirilmesi süreci olarak tanımlanabilir. İktisadi serbestleşme kavramı köken olarak Klasik iktisat dönemine ait olup, piyasa ekonomisi altında işlerlik kazanmasına rağmen 1980'lerin başındaki finansal serbestleşme politikalarının da temel dayanak noktası olmuştur. Finansal serbestleşme kavramı, finansal sermayenin hiçbir engel ve kısıt olmaksızın yüksek getiriye ulaşmasının önündeki engellerin kaldırılması olarak tanımlanmaktadır.

Teorik arka planını McKinnon-Shaw hipotezinden alan finansal serbestleşme temel olarak yurtiçi tasarruf sıkıntısı çeken ülkelerin finansal baskının ortadan kaldırılmasıyla yükselen faiz oranları sonucunda gerekli tasarrufu sağlayacağını ve iktisadi etkinliğe ulaşacağını savlamıştır. Finansal baskının kaldırılmasıyla yurtiçi piyasanın serbestleştirilmesi denge faiz oranını oluşturacak ve kaynakların optimal dağılımı sağlanacaktır.

McKinnon-Shaw teorisinin dayanak olduğu finansal serbestleşmenin ve finansal piyasaların etkinleştirilmesi önerileri birçok iktisadi okulun eleştirileriyle karşılaşmıştır. Yapısalcı yaklaşım gelişmiş ülkelerin finansal ve ekonomik yapılarının farklı olduğu, bu nedenle finansal serbestleşmeye yönelik standart bir politika önerisinin her ülkede beklenen sonuçları yaratmayacağını ortaya koymuştur. Neo-keynesyen yaklaşım ise finansal piyasalarda asimetric bilginin var olduğunu, mal ve finans piyasalarında denge oluşumunun farklı koşullarda gerçekleşeceğini, kredi ve finans piyasasının tam ve etkin çalışmayacağını ve iktisadi büyümenin kesintiye uğrayacağını iddia etmiştir. Post-keynesyen okul ise iktisadi kararların tarihsel süreç içinde oluşacağını ve bireylerin oldukça farklı yatırım ve tasarruf kararları vereceğini öne sürerek buna bağlı olarak finansal serbestleşmenin her yerde aynı sonuçları yaratmayacağını iddia etmiştir.

Finansal serbestleşme kavramında birbiri ile bağlantılı iki aşamalı bir geçiş söz konusudur. Finansal serbestleşme öncelikle iç piyasaların serbestleşmesine yönelik uygulamaların ortaya konulmasıyla başlamakta ve bu politikalar devam ederken ya da büyük kısmı tamamlanmışken ikinci aşama hayata geçilmektedir. Finansal serbestleşmenin iç piyasaların serbestleşmesinden sonraki ikinci aşamasında

finansal piyasaların yurtdışına açılması sağlanır ve böylece sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gerçekleştirilir. Tam finansal serbestleşmeye bu iki aşamanın tamamlanmasından sonra geçilmiş olunmaktadır.

1980'lerden itibaren gelişmiş ülkeler bir taraftan kendi finans ve sermaye piyasalarını bütün denetim ve kısıtlamalardan arındırmış diğer taraftan da gelişmekte olan ülkelerdeki bu piyasaları sermaye arz fazlalıklarının ihtiyaçlarına göre şekillendirmişlerdir. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerin paraları konvertibl hale getirilmiş ve finansal piyasalarda tam serbestlik sağlanmıştır. Finansal serbestleşmenin gelişmesinde ve hızla uygulanmasında 1970'lerde düşen kar oranları nedeniyle 'değersizleşen' gelişmiş ülke sermayelerinin yeni ve karlı yatırım alanlarına duyduğu gereksinim temel etken olarak ön plana çıkmıştır. Böylece gelişmiş ülkelerin içine düştüğü kriz, ulusal sınırlar içinde kapalı kalmış olan sermayenin hızla uluslararası pazarlara girmesi ve karlılık sorununun kısmen de olsa çözülmesiyle aşılmıştır.

Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşme aşaması 1989 yılında 32 Sayılı Karar ile başlamıştır. Ancak bunun öncesinde 1980 yılından itibaren iç finansal serbestleşme amacıyla faiz oranları serbest bırakılması başta olmak üzere birçok yeni düzenleme yapılmıştır. 1989 yılında ise sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve serbest kambiyo sistemiyle birlikte dış dünya ile entegrasyon güçlendirilmiştir.

Bu gelişmenin arkasında ise ekonominin 1980'lerin sonunda girdiği darboğazlar etkili olmuştur. Nitekim, Türkiye Ekonomisi'nde 1980'li yılların başından itibaren hayata geçirilen serbestleşme uygulamaları 1980'li yılların sonuna doğru etkisini kaybetmiş ve ekonomi büyük bir çıkmaza girmiştir. 1989 yılına kadar uygulanan serbestleştirme politikaları, görece daha fazla dışa açılmaya yönlendirilmiş ve artık reel üretim sektörü yerine finans ve kambiyo alanlarını öncelikli gören yeni politikalar devreye sokulmuştur. Bu bağlamda finansal serbestleşme modelinin ve uygulamalarının eksik olan son aşaması 1989 yılında Türk Parası Kıymetini Koruma hakkında çıkartılan 32 Sayılı Karar ile Türk Lirası'nın tam konvertibl (yabancı paralar karşısında tam dönüştürebilir) duruma getirilmesiyle tamamlanmıştır.

Türkiye ekonomisinin finansal serbestleşme sonrası aldığı konum iki döneme ayrılarak incelenebilir. Bunları 1980-1989 dönemi ve 1990-2000 dönemi

olarak sınıflandırıldığında, birinci dönem sermaye hareketlerine ilişkin yeni düzenlemelerin yapıldığı ve kontrollü döviz kuru dalgalanmasıyla birlikte ithalat serbestliğinin aşamalı olarak gerçekleştiği yıllar olarak yorumlanabilir. İkinci dönem ise iç ve dış piyasalarda istikrarsızlığın giderek arttığı sıcak para hareketlerine bağımlı olunan bir dönem özellikleri taşımaktadır. 1990 yılından itibaren Türkiye ekonomisinde başta ekonomik büyüme olmak üzere, yüksek enflasyon ve buna bağlı oluşan yüksek reel faiz oranları, artan cari açık ve bunun temelini oluşturan kamu kesiminin tasarruf-yatırım dengesizliğini gösteren kamu kesimi borçlanma gereğinin milli hasılaya oranındaki artışlar ekonomideki istikrarsız yapının en önemli göstergeleri olmuştur.

1990-2000 döneminde makroekonomik istikrarsızlıkların yanında sermaye hareketlerinin neden olduğu büyük bir kriz de yaşanmıştır. Nitekim, 1994 krizi finansal serbestleşme sürecinde yanlış ve tutarlı olmayan politikaların sürdürülmesi sonucunda yaşanmıştır. Sermaye girişlerinin artması sonucu ulusal paranın değer kazanması, dış ticaret açığını sürdürülemez konuma getirmiş ve kur artış beklentilerinin yarattığı spekülasyon saldırılar sonucu kriz ile karşı karşıya kalınmıştır.

Türkiye ekonomisi 2000'li yıllara yeniden sermaye hareketlerinin artması sonucu iki büyük krizle girmiştir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sermaye hareketlerine oldukça duyarlı ekonomik yapının zayıflıklarından kaynaklanmıştır. Bu yıllarda IMF yönetimi Türkiye ekonomisi üzerinde 2008 yılına kadar kesintisiz denetimini sürdürmüştür. Bu süreçte IMF, yapılan anlaşmalar sonucunda sadece para ve maliye politikaları üzerindeki değil aynı zamanda ekonomide yapısal reformların gerçekleştirilmesinde de belirleyici olmuştur.

Finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesinin yanında ABD'nin dış açıkları ve petrol fiyatlarındaki artışların da etkisiyle dünyada oluşan likidite bolluğu sonucunda çok büyük miktarda sermaye girişlerinin yaşandığı 2002 yılı ve sonrasında sonra Türkiye ekonomisinde yüksek oranlı büyüme hızları yakalanmıştır. Dış kaynağa bağlı olarak yaşanan bu büyümenin arkasında borç stokunun çok büyük boyutlara ulaşması nedeniyle büyük miktarda borcu çevirmek durumunda olan kamunun yüksek faiz vermesine bağlı olarak ülkeye sıcak para çekmesi bulunmaktadır. Bu şekilde ülkeye giren büyük miktarda spekülasyon sermaye döviz arzını artırarak TL'nin reel olarak değer kazanmasına neden olmuş, ithal mal ve ithal

girdi kullanmak cazip hale gelmiştir. Bu şekilde dış ticaret açığı ile cari açık rekor düzeylere ulaşmıştır. Dolayısıyla yüksek oranlı büyümeyi finansal serbestleşmenin imkan sağladığı ve daha büyük bir bölümü spekülatif olan dış kaynak girişi beslemiştir.

Kısaca, yüksek faiz-düşük kur olarak tanımlanabilecek bu süreçten sadece dış ekonomik ilişkiler değil aynı zamanda enflasyon, yatırımlar, istihdam, tüketim gibi diğer makro göstergeler de etkilenmiştir. Nitekim düşük kurlar enflasyonun gerilemesine, yatırım malları ithalatının reel olarak ucuzlamasına bağlı olarak yatırımların artmasına, ithal ürün tüketiminin patlamasına neden olmuştur. Böylesi bir süreç hiç kuşkusuz istihdamı da etkilemiş ve yüksek oranlı büyümeye rağmen istihdam artışı oldukça yetersiz kalmıştır.

Yukarıda açıklanan sürecin üzerinde etkili olduğu bir diğer alan ise tüketim harcamaları olmuştur. Nitekim, ortalama gelir düzeyi düşük, tüketim beklentileri ise oldukça yüksek toplumsal zeminin varlığı finansal serbestleşmenin tüketim boyutunda sunduğu imkanların sonuna kadar kullanılmasına neden olmuştur. Bu imkanlar ise temelde üç kanaldan gerçekleşmiştir. Bunlardan birincisi sıcak para girişi sonucu reel kurların gerilemesi ve buna bağlı olarak ithal tüketim mallarının görece ucuzlaması kanalıdır. İkinci kanal ise yine portföy yatırımlarının girişine bağlı olarak artan döviz arzının bir şekilde Merkez Bankası'na yönelmesi ve bu şekilde artan döviz rezervleri karşılığında piyasaya TL likiditesi verilmesi sonucu faizlerde yaşanan görece düşüş olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu kanalın devamında faizlerdeki gerilemenin kredi talebini artırması ve bu kredilerin tüketime yönlendirilmesi bulunmaktadır. Üçüncü kanal, finansal serbestleşmenin yabancı doğrudan yatırımları teşvik etmesi sonucunda ülkede hem mal çeşidinin artması hem de artan rekabetin fiyatları düşürmesi olmuştur. Bu üç temel kanal tüketicilerin duyarlılıklarına bağlı olarak tüketim artışını farklı dozlarda etkilemiştir.

Çalışmada ayrıca VAR modeli aracılığıyla da finansal serbestleşmenin tüketim harcamaları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu çerçevede tüketim harcamaları, net kredi hacmi, reel kur, gayri safi yurtiçi hâsıla ve net sermaye girişleri arasındaki ilişki ekonometrik yöntemler ile sınanmıştır. Analizdeki verilerin zaman aralığı 1990 ile 2011 yılları arasında çeyreklik serilerden oluşturulmuştur.

Bu analizler sonucunda Türkiye’de tüketim harcamalarının daha çok net sermaye girişleri sonrası aşırı değerlendirilen ulusal para aracılığıyla yükseldiği anlaşılmıştır. Bu mekanizmanın arkasında, beklenildiği gibi, aşırı değerlendirilen ulusal paranın görece olarak ithal malların fiyatlarını ucuzlatması ve böylece tüketim malları ithalatının da artırması bulunmaktadır. Bu analizler sonucunda ayrıca finansal serbestleşme teorisinin önerdiği finansal baskının kaldırılması ve piyasaların serbestleştirilmesi sonrasında ulusal tasarrufların artacağı savının, Türkiye ekonomisi için geçerli olmadığı da anlaşılmıştır. Çünkü vatandaşların bir taraftan kredi borçlarının arttığı diğer taraftan da tasarruf oranlarının gerilediği görülmüştür.

Diğer taraftan tüketim harcamaları üzerinde etkili olan tek değişkenin reel kur olmadığı, net kredi hacmi ve gayrisafi yurtiçi hasılanın (büyümenin) da tüketimi etkilediği ekonometrik analizin bir diğer sonucu olarak karşımıza çıkmıştır. Dolayısıyla, finansal serbestleşmenin tüketim harcamaları üzerindeki etkisi öngörülen olası kanalların üçü aracılığıyla da gerçekleşmiştir.

Bilindiği gibi bir ülke ekonomisinde üretim artışı büyüme, tüketim artışı ise refah artışı anlamına gelmektedir. Türkiye’de finansal serbestleşme sonrasında, özellikle de küresel likidite bolluğunun yaşandığı 2002 sonrasında ciddi bir tüketim dolayısıyla da refah artışı yaşanmıştır. Daha çok dış kaynağa bağlı olarak ve de ithal tüketim malı talebinde artış yoluyla gerçekleşen bu tüketim artışının sürdürülebilirliği üzerinde önemle durulması gereken bir konudur. Çünkü, üretim ve bunu destekleyecek yatırım ve istihdam artışıyla desteklenmeyen bir tüketim patlaması sürecinin sorun yaratmadan sürdürülmesi olası değildir. Vatandaşların bir taraftan borçlanarak diğer taraftan da mevcut tasarruflarını (ve kısmen de servetlerini) eriterek elde ettiği bu refah artışı gerek bunu yapan vatandaşlar gerekse ülke ekonomisi açısından bazı bedellerin ödenmesini gerektirebilecektir. Böylesi olumsuz bir sonucun ortaya çıkmaması için finansal serbestleşmenin sağladığı kaynakların doğrudan tüketime değil, önce yatırım, üretim ve istihdama ardından da tüketime yönelmesi kuşkusuz daha sağlıklı bir ekonomi, sürdürülebilir büyüme ve tüketim artışı sağlayabilirdi. Ekonomi politikası karar birimlerinin daha fazla geç kalmadan, ödenecek bedel artmadan böylesi bir dönüşümü sağlayacak önlemleri hayata geçirmesi uygun olacaktır.

KAYNAKÇA

Ağır, H. (2010). '*Türkiye'de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi*', BDDK Kitapları No:8.

Akyüz, Y. (1990). "*Financial System and Policies in Turkey in 1980s*", *The Political Economy of Turkey: Debt, Adjustment and Sustainability*, Edtr., T. Arıcanlı ve D. Rodrik, London: Macmillan.

Akyüz, Y. (1993) Financial Liberalization: The Key Issues, UNCTAD Discussion Paper no 56

Akyüz, Y., Boratav, K. (2001). 'The Making of the Turkish Financial Crisis', PERI, University of Massachusetts .

Alkinoğlu, L. (1999). Türkiye'de Uygulanan İstikrar Politikaları ve Sonuçlar. *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. (15): 307-319.

Alp, A. (2000). Finansın Uluslararasılaşması, Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme. 1.Baskı, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları

Alagöz, M. (2005). Küreselleşme Sürecinde Türkiye'deki Finansal Liberalizasyon Politikalarının Sorgulanması. *Ekonomik Yorumlar Dergisi*. Sayı: 491.

Alper, C. E. ve Öniş, Z. (2001). Finansal Küreselleşme, Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler: Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyim. *Doğu-Batı Düşünce Dergisi*, 4(17) : 203-225.

Alper, C. E. ve Öniş, Z. (2001). Sermaye Hareketlerinin Liberalleşmesi Sonrasında Türkiye Deneyimi. *Doğu Batı Düşünce Dergisi*. Ankara, Felsefe Sanat ve Kültür Yayınları, 1(17): 203-223.

Arın, T. (2004). *Türkiye'de Mali Küreselleşme ve Mali Birikim ile Reel Birikimin Birbirinden Kopması. İktisat Üzerine Yazılar I: Küresel Düzen, Birikim, Devlet ve Sınıflar*. İstanbul: İletişim Yayınları

Arın, T. (2000) Financial Markets and Globalization in Turkey: Fiscal Crises of the State. *İ.Ü. İktisat Fakültesi Mecmuası*. Prof. Dr. Yüksel Ülken'e Armağan, ss. 254-286.

Arestis, P. ve Panicos, D. (1999). Financial Liberalization: The Experience Of Developing Countries., *Eastern Economic Journal, Eastern Economic Association*. 25(4): 441 – 454.

Atamtürk, B. (2007). Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*. 23(2): 15-19

Atiyas, I. (1990). The Private Sector's Response to Financial Liberalization in Turkey: 1980-82. In *The Political Economy of Turkey*, ed. by T. Aricanli and D. Rodrik,. London and New York: Macmillan.

Bağımsız Sosyal Bilimciler. (2006). *IMF Gözetiminde On Uzun Yıl, 1998-2008: Farklı Hükümetler, Tek Siyaset*. www.bagimsizsosyalbilimciler.org (14.11.2011)

Balkan, E. ve Yeldan E. (2002) ‘Peripheral Development Under Financial Liberalization: The Turkish Experience’ , <http://academics.hamilton.edu/economics/home/workpap/> (17.10.2011)

Balseven, H., ve Önder İ. (2009). *Türkiye’de Kamu Kesiminde Neoliberal Dönüşüm’, Küreselleşme, Kriz ve Türkiye’de Neoliberal Dönüşüm*, Der. Nergis Mütevellioğlu ve Sinan Sönmez. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları. ss.77-123.

Berksoy, T., ve Saltoğlu, B. (1998). *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*. İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 1998-58, İstanbul,

Bersier, F., (1993) *The Theory Behind the Programmes of Financial Liberalization in Developing Countries and Criticism that Can Be Made of Them*. Kent University.

Bilir, B. (2006). *Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Boratav, K. (2007). *Türkiye İktisat Tarihi*. Ankara: İmge Kitabevi

Boratav, K. (2003). *İktisadi Kalkınma Kriz ve İstikrar, Yabancı Sermaye Girişlerinin Ayırıştırılması ve Sıcak Para: Tanımlar, Yöntemler, Bazı Bulgular. İktisat Üzerine Yazılar II: İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar*. (ss. 17-30). İstanbul: İletişim Yayınları

Boratav, K., Yeldan, E. (2001). Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, and Patterns Of Distribution, <http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/B&YCEPA2002.PDF> (20.03.2011)

Cizre-Sakallıoğlu, Ü. ve Yeldan, E. (2000). Politics, Society and Financial Liberalization: Turkey in the 1990s. *Development and Change*, 31(1): 481-508.

Celasun, M. ve Rodrik D., (2002). *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Mayıs.

Celasun, O., Denizler, C., ve HE, D. (1999) *Capital Flows, Macroeconomic Management, And The Financial System: The Turkish Case, 1989-97*. IMF Working Paper, No.2141

Celasun, M. (2002). 2001 Krizi Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme. *VI. METU International Conference in Economics*, Ankara.

Çetin, M.,(2010). *Finansal Serbestleşme Ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir.

Çobanoğlu, P. (2005). *Financial Liberalization: The Case of Turkey , 1980 – 2001*, University of Nevada.

Demir, F. (2004). A Failure Story: Politics and Financial Liberalization in Turkey, Revisiting the Revolving Door Hypothesis. *World Development*. 32(5): 851–869

Dinç, E. (1999). *Finansal Serbestleşme ve Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

DTM (Dış Ticaret Müsteşarlığı). (2009). Türkiye İhracatının Gelişimi. <http://www.dtm.gpv.tr/dtmadmin/upload/IHR/genel.doc> (22.01.2012)

Durusoy, S. (2000). Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri. *Dış Ticaret Dergisi*, Sayı: 18.

Eğilmez, M. (2009). *Küresel Finans Krizi*, İstanbul: Remzi Kitabevi

Elhan, Y. M. (1997). *Financial Liberalization and Economic Development: The Case Of Turkey*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, University of California Riverside.

Elitok, S. P. (2008). *The Relationship Between Trade, Growth And The Balance Of Payments: Application Of Balance Of Payments-Constrained Growth Model To The Turkish Economy (1960-2004)*, Doctor Of Philosophy, The University Of Utah.

Esen, O. (2000). Financial Openness in Turkey. *International Review of Applied Economics*. 14(1).

Gezici, A. (2007). *Investment Under Financial Liberalization: Channels Of Liquidity And Uncertainty*, Doctor Of Philosophy, University Of Massachusetts Amherst, September,

Günçavdı, O., Bleaney M. ve McKay A. (1998). Financial Liberalization and Private Investment: Evidence from Turkey. *Journal of Development Economics*, 57: 443-455

Gündem, F. (2008). *Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilançosu Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Hazine Müsteşarlığı, (2001). *Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar*. Ankara.

İnsel, A, ve Sungur N. (2003). *Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV*, Tartışma Metni, Türkiye Ekonomi Kurumu.

Jappelli, T. Ve Pagano, M. (1994). Saving, Growth and Liquidity Constraints. *Quarterly Journal of Economics*, 109: 83-109.

Kar, M. ve Kara, M. A. (2004). Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler, *Ekonomik Yorumlar Dergisi*. 481.

Kar, M. ve Tuncer, M. (1999). Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme. *Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi*. 17(3): 1-18, Bursa, 1999

Kar, M. ve Ağır, H. (2005). Finansal Derinleşmenin Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 496: 50 -68.

Kastner, S. L. Ve Rector C. (2005). Partisanship and the Path to Financial Openness. *Comparative Political Studies*. 38(5): 484-506

Kazgan, G. (1988). *Ekonomide Dışa Açık Büyüme*. İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi, İkinci Basım, İstanbul

Kızılca, K. (2006). *Türkiye Ekonomisi'nde Dışa Açılma Süreci ve Gelir Bölüşümü: 1980-2005*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Kepek, Y. ve Yentürk, N. (2007). *Türkiye Ekonomisi*. Remzi Kitapevi, İstanbul

Keskin, N. (2008). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Özatay, F. ve Sak, G. (2002). *The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey, Central Bank of Turkey*, Ankara

Özdiñç, A. (1994). *Finansal Liberalizasyon ve 1980 Sonrası Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayını, İstanbul

Özcan, F. (2007) *Finansal Kalkınma ve İktisadi Büyüme Arasındaki İlişki: Dünya Ülkeleri ve Türkiye Örneği*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara

Özgen, F. B. (1998). *Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları*. Dokuz Eylül Üniversitesi Yayını. 47-79, İzmir,

Özkan, F. G. (2003). *Currency and Financial Crisis in Turkey 2000-2001*, CEPR. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-9701.2005.00691.x/pdf>
(12.02.2012)

OECD (Organisation For Economic Co-operation and Development), 2001, *Economic Surveys 2000-2001 Turkey*

Rodoplu, H.(2004). *Finansal Liberalizasyonun Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Ekonomisi Örneği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Saygılı, F. (2001). Finansal Serbestleştirmenin, Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisi. *Ege Akademik Bakış*, 1(1): 165 – 184.

Sen, K. ve Vaidya, R.R. (1997). *The process of financial liberalization in India*. Delhi: Oxford University Press.

Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası İktisat*. İstanbul: Güzam Can Yayınları No: 20, Genişletilmiş 15. Baskı.

Seyidoğlu, H. Uluslar arası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*. 4(2): 141-156.

Seymen, D. A. (2009). *Türkiye’nin Dış Ticaret Yapısı ve Rekabet Gücü*, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları.

Sönmez, S. (2001). Türkiye’de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü mü? Kalkınmanın İtici Gücü mü?. *Ekonomik Yaklaşım* 14(49): 211 – 224,

Tokgöz, E. (2001) *Türkiye’nin İktisadi Gelişme Tarihi: 1914-2001*, Ankara:İmaj Yayıncılık.

Taylor, M. ve Sarno, L. (1997). Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants, <http://www.jstor.org/stable/10.2307/3990255> (24.04.2012)

Telli, Ç., Voyvoda, E. ve Yeldan, E. (2006). “Modeling General Equilibrium for Socially Responsible Macroeconomics: Seeking For the Alternatives to Fight Jobless Growth in Turkey”, Bilkent University, Ankara.

Tükel, Ö. (2007). *Finansal Serbestleşmenin Türkiye'nin Ekonomik Performansı Üzerine Etkileri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul: Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası), *Ödemeler Dengesi Raporu*, (1984-2011)

Uçak, A. (2006). *Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul: Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

Ulusoy, A. ve Karakurt, B. (2004). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 223

Uygur E, (1990). “Financial Liberalization and The Real Sector in Turkey”, *The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department, Discussion Papers No: 9010*: 8.

Venet, B. (2003). Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme: Literatüre Eleştirel Bir Bakış. Çev. Canan Özaltay, *İktisat Dergisi*.

Yay, T. (2003). Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme. *İktisat Dergisi*. 438: 16-33

Yeldan, E. (2001) *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İstanbul: İletişim Yayınları

Yeldan, E. (2001) Türkiye Ekonomisi'nde 2000-2001 Krizinin Yapısal Kaynakları Üzerine, *Doğu-Batı Düşünce Dergisi*, 4(17): 187-195.

Yeldan, E, (2002). Neo-liberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler. *Praksis Dergisi*. 7

Yenal, O. (2002). *Görünen Köyün Klavuzu*, Ankara: İktisat-İşletme ve Finans Yayınları, No.6.

Yentürk, N. (1997). Finansal Serbestlik ve Makro Ekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri. *Ekonomik Yaklaşım*, 8(27): 131 – 147.

Yentürk, N. (2004). *Türkiye Ekonomisi*, Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayınları, Yayın No: 836,

Yentürk, N. ve Çimenoglu A. (2005). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellenmesi, *Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*, Nurhan YENTÜRK, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları. 99-128.

Yentürk, N. (2005). *Körlerin Yürüyüşü*, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Yılmaz, P. (2011). *Türkiye'de Finansal Serbestleşme ve Fonksiyonel Gelir Dağılımı*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Williamson, J. ve Mahar M. (2002). *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, Çeviren: Güven Delice, Ankara: Liberte Yayınları.