

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

**FİNANSAL LİBERALİZASYONUN ÖDEMELER
BİLANÇOSU ÜZERİNE ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Fırat GÜNDEM

Danışman
Prof. Dr. Yaşar UYSAL

2008

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “**Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilançosu Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği**” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

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

Fırat Gündem

YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI

Öğrencinin

Adı ve Soyadı : Fırat Gündem
Anabilim Dalı : İktisat
Programı : Genel İktisat
Tez Konusu : Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilançosu
Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği
Sınav Tarihi ve Saati :/...../.....

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün tarih ve sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliği'nin 18. maddesi gereğince yüksek lisans tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI OLDUĞUNA	<input type="radio"/>	OY BİRLİĞİ	<input type="radio"/>
DÜZELTİLMESİNE	<input type="radio"/>	OY ÇOKLUĞU	<input type="radio"/>
REDDİNE	<input type="radio"/>		

ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır. O***
Öğrenci sınava gelmemiştir. O**

* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.
** Bu halde adayın kaydı silinir.
*** Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

Tez burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fulbright vb.) aday olabilir.	Evet
Tez mevcut hali ile basılabilir.	<input type="radio"/> O
Tez gözden geçirildikten sonra basılabilir.	<input type="radio"/> O
Tezin basımı gerekliliği yoktur.	<input type="radio"/> O

JÜRİ ÜYELERİ

İMZA

.....	<input type="checkbox"/> Başarılı	<input type="checkbox"/> Düzeltme	<input type="checkbox"/> Red
.....	<input type="checkbox"/> Başarılı	<input type="checkbox"/> Düzeltme	<input type="checkbox"/> Red
.....	<input type="checkbox"/> Başarılı	<input type="checkbox"/> Düzeltme	<input type="checkbox"/> Red

ÖZET
Yüksek Lisans Tezi
Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilançosu Üzerine Etkileri:
Türkiye Örneği
Fırat GÜNDEM

Dokuz Eylül Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı
Genel İktisat Programı

Türkiye’de 24 Ocak 1980 Kararları ile ithal ikameci sanayileşme stratejisinden ihracata dayalı sanayileşme stratejisine geçilmiştir. İç ekonomik ve siyasi gelişmeler ile dışsal dinamiklerin zorunlu kıldığı bu politika değişikliği, Türkiye’nin uluslararası finansal dünya piyasalarına eklenmesini de beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda 1980–1989 yılları arasında iç finansal liberalizasyon süreci yaşayan Türkiye 1989 yılında 32 Sayılı Kararla beraber tam finansal liberalizasyona yönelmiş ve sermaye hareketlerini tamamen serbestleştirmiştir. Böylece ülkenin tasarruf açığını uluslararası piyasalardan elde edeceği kaynaklar ile gidermeye çalışan Türkiye, bu tercihin olası olumsuz sonuçlarını da yaşamaya başlamıştır. Nitekim 1994, 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan büyük ekonomik krizlerde finansal liberalizasyonun yarattığı sonuçların önemli rolü olmuştur.

Gerek literatürde gerekse yukarıda ifade edilen gelişmeler çerçevesinde Türkiye pratiğinde son derece güncel bir konu olan finansal liberalizasyon ile ödemeler bilançosunda yaşanan gelişmeler arasındaki etkileşimi analiz etmeyi amaçlayan bu çalışmamız dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde finansal liberalizasyon kavramsal ve teorik düzeyde ele alınmıştır. İkinci bölümde ödemeler bilançosunda yer alan kalemler ile finansal liberalizasyonun bu kalemler üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkileri değerlendirilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde Türkiye’de finansal liberalizasyona yönelik düzenlemeler ve bunun ödemeler dengesi üzerindeki genel etkileri analiz edilmiştir. Çalışmanın son bölümü ise ekonometrik yöntemler aracılığıyla finansal liberalizasyonun ödemeler dengesi kalemleri üzerine doğrudan ve dolaylı kanallar ile etkilerinin değerlendirilmesine ayrılmıştır.

Çalışma dört bölümde yapılan değerlendirmelerin özetlendiği ve politika tercihlerine ilişkin önerilere yer verilen sonuç bölümüyle tamamlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: 1 – Finansal Liberalizasyon, 2- Ödemeler Bilançosu, 3- Doğrudan Etki Kanalları, 4- Dolaylı Etki Kanalları, 5- Bütünleşme.

ABSTRACT

Master's Degree Dissertation

**The Effects of Financial Liberalisation on the Balance of Payments:
Turkey Evidence**

Firat GÜNDEM

**Dokuz Eylul University
Institute of Social Sciences
Department of Economics
General Economics Programme**

After 24 January 1980 Decisions, Turkey moved from import-substitution industrialisation strategy to export-based industrialisation strategy. As the inevitable result of internal economic and political developments and external dynamics, this policy change led to Turkey's articulation to the international financial world markets. In this respect, Turkey, who internalised the financial liberalisation process between the years 1980-1989, stepped into full financial liberalisation via Dec. No. 32 of 1989 and liberalised all her capital flows completely. Trying to compensate her saving deficits with the sources obtained from international markets, Turkey started to experience the potential drawbacks of her preference. Thus, the results brought about by financial liberalisation played a leading role in the crises which Turkey went through in 1994, 2000 and 2001.

As it is pointed out both in the literature and the developments mentioned above, this study, which aims at analysing the interaction between financial liberalisation -a completely up-to-date issue in Turkish context- and the changes in the balance of payments, consists of four parts. In the first part, financial liberalisation is examined both at conceptual and theoretical levels. The second part focuses on the items included in the balance of payments and the direct and indirect effects of financial liberalisation on these items.

Part three deals with the analysis of the arrangements related to financial liberalisation in Turkey and its general effects on the balance of payments. Applying econometric methods, the last part of the study attempts to evaluate the direct and indirect effects of financial liberalisation on the items in the balance of payments.

The study is finalised with a conclusion part in which the previous ones are summarised and recommendations related to policy preferences are made.

**Keywords: 1-Financial Liberalisation, 2-Balance of Payments,
3-Direct Impulse Channels, 4-Indirect Impulse Channels,
5-Co-Integration.**

FİNANSAL LİBERALİZASYONUN ÖDEMELER BİLANÇOSU ÜZERİNE ETKİLERİ : TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YEMİN METNİ	ii
TUTANAK	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	viii
KISALTMALAR	xii
TABLolar LİSTESİ	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ	xvi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM FİNANSAL LİBERALİZASYON

1.1.Finansal Liberalizasyon Kavramı	4
1.1.1.Yurt İçi Finansal Liberalizasyon	6
1.1.2.Yurt Dışı Finansal Liberalizasyon	7
1.1.3. Finansal Liberalizasyonla İlgili Teorik Yaklaşımlar	9
1.1.3.1.Neo.Klasik Yaklaşım	10
1.1.3.2.Yapısalcı Yaklaşım	15
1.1.3.3.Neo.Keynesyen Yaklaşım	16
1.1.3.4.Post Keynesyen Yaklaşım	18
1.1.3.5.Spekülatif Gelişme Modeli	20
1.1.3.6.Marksist Yaklaşım	21
1.1.4. Finansal Liberalizasyonun Tarihsel Gelişimi	24
1.1.5. Finansal Liberalizasyonun Uygulamaları	27
1.1.5.1.Finansal Liberalizasyonun Olumlu Sonuçları	32
1.1.5.2.Finansal Liberalizasyonun Olumsuz Sonuçları	35
1.1.5.2.1.Finansal Liberalizasyonun Olumsuz Sonuçları İçin Önerilen Politikalar	38

1.1.5.2.1.1.Finansal Liberalizasyona Aşamalı Geçiş Öneren Politikalar	38
1.1.5.2.1.2. Sermaye Hareketleri Kontrollerini Öneren Politikalar	41

İKİNCİ BÖLÜM

ÖDEMELER BİLÂNÇOSU VE FİNANSAL LİBERALİZASYON

2.1. Ödemeler Bilançosu	44
2.1.1.Cari İşlemler Dengesi	46
2.1.1.1. Mal Dengesi	46
2.1.1.2. Uluslararası Hizmetler	47
2.1.1.3. Gelir Dengesi	47
2.1.1.4. Karşılıksız Transferler	48
2.1.2. Sermaye ve Finans Hesabı	48
2.1.2.1. Doğrudan Yatırımlar	49
2.1.2.2. Portföy Yatırımları	50
2.1.2.3. Diğer Yatırımlar	51
2.1.3. Net Hata ve Noksan Hesabı	52
2.1.4. Resmi Rezervler Hesabı	53
2.2. Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilançosuna Etkisi	54
2.2.1. Doğrudan Etkileme Kanalları	54
2.2.1.1. Portföy Hesabı Kanalı	54
2.2.1.2. Finansal Hizmetler Kanalı	56
2.2.1.3. Borç Kanalı	57
2.2.1.4. Resmi Rezerv Kanalı	58
2.2.2. Dolaylı Etkileme Kanalları	59
2.2.2.1. Döviz Kuru Kanalı	59
2.2.2.2. Dış Ticaret Kanalı	60
2.2.2.3. Doğrudan Sermaye Kanalı	61
2.2.2.4. Net Hata Ve Noksan Kalemi	62

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
TÜRKİYE'DE FİNANSAL LIBERALİZASYON DÖNEMİ VE
ÖDEMELER BİLÂNÇOSU

3.1. Türkiye'de Finansal Liberalizasyon Uygulamaları	64
3.1.1. İç finansal Liberalizasyon Dönemi (1980-1989)	65
3.1.2. Dış Finansal Liberalizasyon Dönemi (1990-1999)	71
3.1.3. Finansal Kriz ve Sonrası Dönem (2000-2007)	74
3.2. Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilançosu Üzerine Etkileri	85
3.2.1. Ödemeler Bilançosundaki Genel Gelişmeler	85
3.2.1.1. Cari İşlemler Hesabındaki Gelişmeler	86
3.2.1.1.1. Dış Ticaret Dengesindeki Gelişmeler	86
3.2.1.1.2. Hizmetler Dengesindeki Gelişmeler	87
3.2.1.1.3. Gelir Dengesindeki Gelişmeler	89
3.2.1.1.4. Cari Transferler Hesabındaki Gelişmeler	91
3.2.1.1.5. Cari İşlemler Dengesindeki Gelişmeler	93
3.2.1.2. Sermaye ve Finans Hesabındaki Gelişmeler	96
3.2.2. Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilânçosu Üzerindeki Etki Mekanizmaları	97
3.2.2.1. Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilançosu Üzerindeki Doğrudan Etki Kanalları	98
3.2.2.1.1. Portföy Hesabı Kanalıyla Etkisi	98
3.2.2.1.2. Finansal Hizmetler Kanalıyla Etkisi	102
3.2.2.1.3. Borç Kanalıyla Etkisi	104
3.2.2.1.4. Resmi Rezervler Kanalıyla Etkisi	111
3.2.2.2. Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilançosu Üzerindeki Dolaylı Etki Kanalları	114
3.2.2.2.1. Döviz Kuru Kanalı	114
3.2.2.2.2. Dış Ticaret Kanalı	118
3.2.2.2.3. Doğrudan Yatırımlar Kanalı	122
3.2.2.2.4. Net Hata Ve Noksan Kalemi	124

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
TÜRKİYE’DE FİNANSAL LIBERALİZASYONUN ÖDEMELER
BİLANÇOSUNA ETKİLERİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

4.1. İlgili Literatür	127
4.2. Türkiye İçin Finansal Liberalizasyon Endeksi (1975-2007)	130
4.3.Ekonometrik Yöntem	132
4.3.1. Birim Kök Testleri	132
4.3.1.1.Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Testi	133
4.3.1.2.Phillips Perron Birim Kök Testi	134
4.3.1.3.KPSS Birim Kök Testi	135
4.3.2. Eşbütünleşme Yöntemi : Sınır Testi (Bounds Test) Yaklaşımı	136
4.4. Ampirik Uygulama ve Sonuçların Değerlendirilmesi	137
4.4.1 Veri Seti ve Değişkenler	138
4.4.2. Korelasyon ve Granger Nedensellik Analizi	139
4.4.3. Birim Kök Test Sonuçları	141
4.4.4. Sınır Testi Uygulaması	143
SONUÇ	154
KAYNAKÇA	163
EKLER	177

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Augmented Dickey Fuller (Genişletilmiş Dickey Fuller)
AIC	Akaike Information Criteria (Akaike Bilgi Kriteri)
ARDL	Auto Regressive Distributed Lag (Ardışık Bağımlı Gecikmesi Dağıtılmış)
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BSB	Bağımsız Sosyal Bilimciler
CİD	Cari İşlemler Dengesi
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
DİG	Net Diğer Yatırımlar
DOG	Net Doğrudan Yatırımlar
DTA	Dış Ticaret Açığı
ECM	Error Correction Mechanism (Hata Düzeltme Mekanizması)
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FG	Net Finansal Gelir Dengesi
FL	Finansal Liberalizasyon Endeksi
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development (Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası)
IMF	International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	Kamu İktisadi Teşekkülleri
NHN	Net Hata ve Noksan
OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries (Petrol İhraç Eden Ülkeler Birliği)
PORT	Net Portföy Yatırımları
REZ	Rezerv Varlıklar
RER	Reel Döviz Kuru Endeksi

TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEFE	Toptan Eşya Fiyat İndeksi
TL	Türk Lirası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	Tüketici Fiyat İndeksi
TÜSİAD	Türkiye Sanayici İşadamları Derneği
UECM	Unrestricted Error Correction Model (Kısıtlanmamış Hata Düzeltme Modeli)
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development (Birleşmiş Milletler Kalkınma ve Ticaret Konferansı)

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1: Ödemeler Bilançosu Ana Kalemleri	45
Tablo 2: Ödemeler Dengesi Sermaye Hesabının Ana Öğeleri (Milyon Dolar)	84
Tablo 3: Dış Ticaretteki Gelişmeler (Milyon \$)	86
Tablo 4: Hizmetlerdeki Gelişmeler (Milyon \$)	88
Tablo 5: Gelir Hesabındaki Gelişmeler (Milyon \$)	90
Tablo 6: Cari Transferlerdeki Gelişmeler	92
Tablo 7: Cari İşlemler Hesabındaki Gelişmeler (Milyon \$)	94
Tablo 8: Finans Hesabındaki Gelişmeler (Milyon \$)	96
Tablo 9: Portföy Hesabındaki Gelişmeler (Milyon \$)	100
Tablo 10: Finansal Hizmetlerdeki Gelişmeler (Milyon \$)	103
Tablo 11: Diğer Yatırımlar Hesabındaki Gelişmeler (Milyon \$)	106
Tablo 12: Rezerv Varlıklardaki Gelişmeler (Milyon \$)	112
Tablo 13: Döviz Kurundaki Gelişmeler	117
Tablo 14: Dış Ticaretteki Gelişmeler (Milyon \$)	120
Tablo 15: Doğrudan Yatırımlardaki Gelişmeler (Milyon \$)	123
Tablo 16: Net Hata ve Noksan Hesabındaki Gelişmeler	125
Tablo 17 : Finansal Liberalizasyon Endeksi* (1975-2007)	131
Tablo 18: Korelasyon Analizi Sonuçları	139
Tablo 19: Granger Nedensellik Testi Sonuçları*	140
Tablo 20 : ADF Birim Kök Testi Sonuçları	141
Tablo 21: Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları	142
Tablo 22 : KPSS Birim Kök Testi Sonuçları	143
Tablo 23: Model I için Optimum Gecikme Sayısı	145
Tablo 24: Sınır Testi F İstatistiği ve Kritik Değerler	146
Tablo 25: Model I'in ARDL (1,0,0,0) Sonuçları Ve Uzun Dönem Katsayılar	146
Tablo 24: Sınır Testi F İstatistiği ve Kritik Değerler	146
Tablo 26: Kısa Dönem ARDL Modeli Hata Düzeltme Mekanizması Sonuçları	148
Tablo 27: Model II için Optimum Gecikme Sayısı	148
Tablo 28: Sınır Testi F İstatistiği ve Kritik Değerler	149
Tablo 29: Model II'nin ARDL (1,1,1,2) Sonuçları ve Uzun Dönem Katsayılar	149

Tablo 30: Kısa Dönem ARDL Modeli Hata Düzeltme Mekanizması Sonuçları	150
Tablo 31: Model III İçin Optimum Gecikme Sayısı	150
Tablo 32: Sınır Testi F İstatistiği ve Kritik Değerler	151
Tablo 33: Model III'ün ARDL (2,0,2,1) Sonuçları ve Uzun Dönem Katsayıları	151
Tablo 34: Kısa Dönem ARDL(2,0,2,1) Modeli Hata Düzeltme Mekanizması Sonuçları	152

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Finansal Baskının Yatırım ve Tasarruflar Üzerindeki Etkisi	12
Şekil 2. Portföy ve Finansal Hizmetler Hesabı Kanalı	55
Şekil 3. Borç Kanalı	58
Şekil 4. Dolaylı Etkileme Kanalları	63
Şekil 5. Borç Yaratan Sermaye Girişi	110

GİRİŞ

1960'lı yılların sonlarına gelindiğinde özellikle gelişmiş batı ekonomilerde yaşanan stagflasyon vb. ekonomik sorunlar Keynesyen anlamda müdahaleci paradigmanın son zamanlarını yaşadığının habercisi olmuştur. 1970'li yıllar bu anlamda Klasik kökenli tezlerin tekrar hayat bulduğu zamanlar oldu. Klasik iktisadi felsefenin liberalizm yanlısı görüşleri iktisadi hayatta yeniden uygulanmaya başlandı. Bu değişim rüzgârlarından payını alan ilk alan uluslararası ticaret alanı olurken onu gelişen teknolojinin de katkısıyla sermaye hareketleri izledi. Dolayısıyla finansal liberalizasyon gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin gündemine girmeye başladı.

Finansal liberalizasyon yanlısı görüşler serbest ticaretin taraflara fayda sağlayacağı yönündeki neoklasik uluslararası ticaret teorisinin finans piyasaları için de geçerli olduğunu öne sürdüler. Bu bağlamda finansal liberalizasyon teorisyenleri ile IMF ve Dünya Bankası gibi uygulayıcı kuruluşlar ülkeleri finans piyasaları önündeki engelleri kaldırmaya davet ettiler. Bu süreç sonunda, gelişen teknolojinin de yardımıyla, ülkeler arası sermaye hareketleri hızlandı ve dünya çapında büyük miktarlara ulaştı.

Öte yandan finansal alandaki liberalizasyonla beraber ülkeler “beklenmeyen” ani krizler yaşamaya başladılar. Her ülkenin kendine özgü deneyimleri olmakla beraber özellikle gelişmekte olan ülkeler ani sermaye çıkışlarından olumsuz yönde etkilendiler. Yeterince gelişmiş finans piyasalarına sahip olmadıkları için manipülasyona son derece açık olan gelişmekte olan ülkeler, finansal kriz sonrasında yüklü miktarda kaynağı başka ülkelere transfer etmek zorunda kaldılar. Zaten sermaye yetersizliği çeken bu ülkelerde bu sıkıntıyı ortadan kaldırmak için hayata geçirilen politika demeti tam tersine ülkeden yüklü miktarda sermaye çıkışlarına zemin hazırladı. Bu süreçten sonra finansal liberalizasyon teorisi özellikle araştırmacıların daha fazla ilgi alanına girmeye başladı.

Türkiye ekonomisi de 24 Ocak Kararları ile beraber ithal ikameci sanayileşme modelinden ihracata dayalı sanayileşme modeline geçti. Önceki modele göre liberal perspektife sahip olan bu politika değişikliği, Türkiye'nin finansal boyutta da dünya piyasalarına da eklememesini beraberinde getirdi. Bu bağlamda 1980-1989 yılları arasında iç finansal liberalizasyon süreci yaşayan Türkiye 1989 yılında 32 Sayılı Kararla beraber tam finansal liberalizasyona geçti. Bu süreçten sonra finansal liberalizasyonun olası bütün sıkıntılarını yaşayan Türkiye ekonomisi 1994, 2000 ve 2001 yıllarında da büyük finansal krizler yaşadı. Yaşanan krizlerden sonra ise Türkiye ekonomisine miras olarak kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketlerinde artış, aşırı değerli ulusal para, yüksek dış ticaret ve cari işlemler açığı, dış kaynağa bağımlı büyüme ve borç stoklarında artış kaldı.

Finansal liberalizasyonun Türkiye ekonomisinde yarattığı etkiyi ödemeler bilançosundan izlemek mümkündür. Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyon dozu arttıkça ödemeler bilançosunun ana kalemlerinde istikrarsız gelişmeler yaşanmaya başlamıştır. Bu süreçte cari işlemler dengesinin GSYİH'e oranı artmış, sermaye ve finans hesabı kanalında artan oranda sermaye giriş ve çıkışları yaşanmaya başlamış, rezerv birikimi artmış ve net hata noksan kaleminde istikrarsız dalgalanmalar görülmüştür. Bu çalışmanın amacı da genelde finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda üzerindeki etki kanallarını incelemek, özelde de finansal liberalizasyondan kaynaklı ödemeler bilançosu gelişmelerini Türkiye ekonomisi açısından analiz etmektir. Bu bağlamda çalışmanın birinci bölümünde finansal liberalizasyon kavramı teorik olarak incelenmiş ve çeşitli ülkelerin finansal liberalizasyon tecrübeleri değerlendirilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ödemeler bilançosu teorik olarak incelenmiş ve finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda yarattığı doğrudan ve dolaylı etki mekanizmaları araştırılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde öncelikle Türkiye'nin finansal liberalizasyon süreci ayrıntılı olarak analiz edilmiştir. Ardından finansal liberalizasyon sürecinin Türkiye'nin ödemeler bilançosunda yarattığı genel gelişmeler araştırılmıştır. Bu

bölümde son olarak ikinci bölümde geliştirilen finansal liberalizasyon sürecinin ödemeler bilançosu üzerindeki etki mekanizmaları Türkiye'nin ödemeler bilançosu açısından değerlendirilmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise Türkiye'nin finansal liberalizasyon sürecinin ödemeler bilançosunda bıraktığı etkiler 1975-2007 dönemi için gereken istatistiki ve ekonometrik yöntemler kullanılarak analiz edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL LİBERALİZASYON

Finansal liberalizasyon özellikle sermaye sıkıntısı çeken ülkeler için tartışılması gereken elzem konulardan biridir. Artan küreselleşmenin de etkisiyle beraber dünyanın çeşitli yerlerinde karlı yatırım alanları arayan sermaye hareketleri özellikle yeterli sermaye stokuna sahip olmayan ülkelerin sermaye açıklarını kapatabilmektedirler. Öte yandan ülkelerin sahip oldukları farklı yatırım ortamları ve farklı düzenlemeler sermaye hareketlerinin karakterini belirlemede birinci derecede önem taşımaktadır. Dolayısıyla finansal liberalizasyon kavramı, içeriği ve uygulama şekli sermaye hareketleri üzerinde etkili olmaktadır.

Bu bağlamda birinci bölümde öncelikle finansal liberalizasyon kavramı incelenerek finansal liberalizasyon türleri ele alınacak, çeşitli iktisadi ekollerin finansal liberalizasyonla ilgili görüşlerine yer verilecek ve ülkelerin finansal liberalizasyon deneyimleri incelenerek finansal liberalizasyon hakkında ileri sürülen olumlu ve olumsuz görüşler değerlendirilecektir.

1.1. Finansal Liberalizasyon Kavramı

Bretton-Woods sisteminin geçerli olduğu 1970'li yılların sonlarına kadar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları ekonomi politikalarının ortak noktası finansal piyasalara müdahale olmuştur. Bu müdahaleler; mevduat ve kredi faiz oranlarının sınırlanması, bankaların yüksek karşılık oranları, selektif kredi politikalarının uygulanması ve sermaye hareketlerine kısıtlar getirilmesi şeklinde gerçekleştirilmiştir (Kar ve Ağır, 2005:51). Bretton-Woods sisteminin yıkılmasından sonra uygulanmış olan müdahaleci makro ekonomik politikaların olumsuz etkilerinden kurtulmak için önerilen serbestlik yanlısı politikalar IMF ve Dünya Bankası önderliğinde pek çok ülke tarafından uygulama alanı bulmuştur. Modern anlamda sermaye hareketlerinin serbest dolaşımına imkan verecek finansal liberalizasyon politikaları da bu dönemde sistematize edilmeye başlanmıştır.

Finansal liberalizasyon kavramı 1970'lerin başında Bretton-Woods sisteminin yıkılması ve devletin ekonomiye müdahalesine bir tepki olarak McKinnon (1973) ve Shaw (1973) önderliğinde ortaya çıktı. McKinnon ve Shaw finansal kesimdeki liberalleşmenin ekonomik büyümeyi artırıcı etkilerinin olacağını iddia ettiler (Kayacan, 2004:35).

Finansal liberalizasyon; genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık ve finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı yada önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir (Durusoy, 2004: 1). Bu bağlamda finansal liberalizasyonu kısaca finansal piyasalardaki kontrollerin kaldırılması ve ekonominin uluslar arası sermaye akımlarına açılması süreci olarak tanımlayabiliriz (Kar ve Taş, 2003:164). Bununla beraber daha geniş bir tanım yapmak gerekirse finansal liberalizasyon (Kar ve Taş, 2003:180) ;

- Kredi kontrollerinin kaldırılması,
- Faiz oranların serbest piyasada belirlenmesi,
- Bankacılık ve geniş anlamda finansal sektöre giriş serbestliği,
- Banka özerkliği,
- Bankaların özel mülkiyeti,
- Uluslararası sermaye hareketlerinin liberalizasyonu,

şeklinde tanımlanabilir. Sonuç olarak finansal liberalizasyon yaklaşımının temel özellikleri şöyle sıralanabilir (Kar ve Taş, 2003:164):

- Mevduat faiz ve kredi tavanları ile öncelikli sektörler kredi verilmesi uygulamasının yürürlükten kaldırılması,
- Yeni kurumların finansal sisteme girişini engelleyen uygulamaların kaldırılması,
- Döviz ödemelerinin yapılmasını kısıtlayan uygulamalara son verilmesi,
- Yurt içi finansal piyasaların rekabete açık hale getirilmesi.

Literatürde farklı finansal liberalizasyon tanımlamalarına rastlamak da mümkündür. Örneğin Kaminsky ve Schmukler (2003)'e göre finansal liberalizasyon;

- Hisse senedi piyasalarının serbestleşmesi,
- Hisse senedi piyasası dışında yerli finansal piyasaların serbestleşmesi,
- Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi,

şeklinde üç boyutlu olarak tanımlanmaktadır. Bu yazarlara göre kısmi finansal serbestlik bu üç boyuttan en az ikisinde kısmi serbestleşme durumu olarak, tam serbestlik ise en az iki boyutta tam, üçüncü boyutta ise kısmi serbestleşme durumu olarak tanımlanmıştır (Caner, 2007: 6).

Genelde finansal liberalizasyonun iç finansal liberalizasyon ve dış finansal liberalizasyon olmak üzere iki ayrı uygulama alanı bulunmaktadır.

1.1.1. İç Finansal Liberalizasyon

İç finansal liberalizasyon yurtiçi para ve sermaye piyasalarındaki kamu kural ve kısıtlamalarının kaldırılması şeklinde tanımlanabilir. Yani yurt içi finansal serbestleşme bir ekonomide yurt içi para cinsinden borç alacak ilişkileri ile varlık tutma kararlarına ilişkin kurumsal yapıda fiyat ve miktar kısıtlamalarının kaldırılması ve yumuşatılması işlemidir (Gökalp, 1998:78). Bununla beraber iç finansal serbestleşme temel olarak faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından belirlenmesi şeklindeki finansal düzenlemeyi ifade etmektedir. Yurtiçi finansal piyasalarda serbestleşmenin sağlanmasına yönelik ilk adım faiz oranlarının kamu otoriteleri tarafından değil, arz ve talep koşullarına göre piyasa güçleri tarafından belirlenmesini ifade etmektedir. Bununla birlikte faizler üzerindeki yüksek karşılık oranları, vergiler ve fonlar gibi mali yüklerin azaltılması, kredi tavanlarının kaldırılması, finansal piyasaya girişlerin kolaylaştırılarak finansal araçların çeşitlendirilmesi, hisse senedi piyasalarının serbestleştirilmesi gibi düzenlemeler de yurtiçi finansal piyasaların serbestleşmesi yönünde uygulanan politikalar arasındadır (Şengönül, Altıok, Gürbüz, 2007:28).

İç finansal liberalizasyon uygulamasının ilk adımı olan faiz oranlarının piyasada belirlenmesi, daha önce kamu kontrolü altında düşük belirlenen faiz haddinin yükselerek gömülenmiş bulunan tasarrufların finansal sisteme akmasına yol açacaktır. Tasarrufların artması ise yurtiçi yatırımları artıracaktır. Bu ekonominin büyümesine olanak sağlayacaktır. Bununla beraber yurtiçi tasarrufların artması dış tasarruf talebini azaltacak, dolayısıyla ulusal ekonominin borçlanma eğiliminin de düşmesine yol açabilecektir.

Yurtiçi finansal liberalizasyon politikalarının bir diğer ayağını da bankacılık sistemine ilişkin düzenlemeler oluşturmaktadır. Bankacılık ve finans kesimindeki yüksek karşılık oranlarının azaltılması, vergi ve fon gibi mali yüklerin azaltılması finansal piyasalardaki işlem maliyetlerinin azalmasına neden olacaktır. Bunun sonucunda yatırımlar en verimli alanlara kayarak etkin kaynak kullanımı sağlanmış olacaktır.

Yurtiçi finansal liberalizasyon sonucu ödünç verilebilir fon arz ve talebinin artması finansal araçların çeşitlenmesine yol açacaktır. Bu da finansal piyasalarda bir derinleşmeye olanak sağlayacaktır. Bu sayede para ve sermaye piyasaları daha likit hale gelecek ve finansal sıkışıklık ortadan kalkacaktır. Tüm bu uygulamaların sonucunda ise finansal piyasalara giriş çıkış hacimce artacaktır. Yurtiçi finansal sistemin serbestleştirilmesi olarak nitelendirilebilecek bu süreci takiben ekonomilerin dış finansal serbestleşmeye gitmeleri yani uluslararası sermaye akımlarına açılmaları önerilmiştir.

1.1.2. Dış Finansal Liberalizasyon

Dış finansal liberalizasyon yerleşiklerin yurtdışında, yerleşik olmayanların ise yurt içinde herhangi bir engel ve yükümlülükle karşılaşmaksızın işlem yapabilme süreci olarak tanımlanmaktadır. Dış finansal liberalizasyon;

- Yerleşiklerin dış piyasadaki serbestçe borçlanmasını ve yerleşik olmayanların serbestçe iç mali piyasalarda plasman yapabilmesini,

yani içeri doğru her iki kaynaktan sermaye girişinde sınırlamaların, denetimin kalkmasını sağlar.

- Yerleşikler dışarı serbestçe sermaye transfer edip yabancı varlık kalemlerini tutabilir, yurt sakini olmayanlarda aynı şekilde iç mali piyasalardan borçlanabilir.
- Yerleşikler yabancı paralar üzerinden serbestçe bütün işlemleri yapabilirler.

Bu üç öğeden ilk ikisi ödemeler bilânçosunun sermaye hesabının serbestleşmesinin gereğidir; üçüncüsü ise ilk ikisiyle birlikte mali serbestleşmeyi oluşturur (Kazgan, 2002:177). Dış finansal serbestleşme ile yurtiçinden dışarıya doğru sermaye giriş çıkışlarının serbestleştirilmesi amaçlanmaktadır (Şengönül, Altıok, Gürbüz, 2007:28). Dış finansal liberalizasyon iki aşamada gerçekleştirilmeye çalışılır. Birinci aşamada döviz kontrolleri ortadan kaldırılır, ülkede yaşayanlar arasında döviz cinsinden borç alacak ilişkisine ve döviz cinsinden sözleşme yapmalarına izin verilir. İkinci aşamada ise kambiyo serbestisini sermaye hareketi serbestisi izler (Kavas, 2004:13).

Ülkeler dış finansal serbestleşme politikaları kapsamında, uluslararası finansal piyasalar ile bütünleşmenin sağlanmasını ve döviz kurlarının müdahalelerden arındırılarak piyasa koşullarında belirlenmesini temin ederek temelde dışarıdan sermaye girişini sağlamayı amaçlamışlardır. Ülkelerin dış finansal serbestleşmeden bekledikleri diğer faydalar şu şekilde sıralanabilir (Kar ve Kara, 2003:4) :

- Sermaye hareketlerinde serbestleşmenin getirdiği rekabet nedeniyle, sermaye piyasasının uzmanlaşmayı teşvik etmesi ve uluslararası ticarete verimliliğin artışı,
- Tasarrufların en verimli alanlarda kullanılması ve ekonomideki kaynakların etkin kullanımı,
- Bireylerin, portföy çeşitlendirmesi yoluyla yurt içi şoklardan etkilenmeyen istikrarlı bir gelir elde etme imkanına sahip olabilmeleri,

- Sermayenin serbest dolaşımı sağlandığında uzun dönemde faktör gelirlerinin eşitlenmesi yönünde bir eğilim olması.

Sermaye sıkıntısı çeken ülkelerin kalkınmalarının finansmanı için dışardan sermaye bulmaları gerektiği görüşü özellikle 1980'li yıllardan sonra ağırlık kazanmıştır. Bu görüşe göre sermaye eksikliği çeken ülkeler finansal liberalizasyon politikalarını hayata geçirdikten sonra tasarruf fazlası olan ülkelere tasarruf ihtiyacı duyan ülkelere doğru bir sermaye akışı olacaktır. Bu durumda hem tasarruf fazlası olan ülkeler kendi ekonomilerinde bir enflasyonist baskı yaratmaksızın ellerindeki tasarruf fazlasını değerlendirmiş hem de tasarruf açığı olan ülkeler kalkınmalarının finansmanını gerçekleştirmiş olacaklardır. Bu durum ülkeler arası faiz oranları eşitleninceye kadar devam edecektir. Bu sürecin yaşanması için yurtiçi finansal liberalizasyondan sonra yurtdışı finansal liberalizasyon politikaları hayata geçirilmelidir.

1.1.3. Finansal Liberalizasyonla İlgili Teorik Yaklaşımlar

Bretton-Woods sisteminin uygulandığı 1945-1971 dönemi dünya ekonomisinin yeniden inşa dönemidir. Bu dönemde IMF sermaye kontrollerini para krizlerinden korunmak için kabul etmiş ve böylece hükümetlerin aktivist makro politikalar uygulayabilmeleri kolaylaşmıştır (Yay, 2003:17). Daha sonra yaşanan petrol krizleri ve fordist birikim sürecinin tıkanması bu dönemde yaşanan büyümenin son bulmasına neden olmuştur. Bununla beraber batılı ülkelerin büyümelerini hızlandırmak için açık bütçe ve genişleyici para politikası uygulamaları devletlerin borçlanma ihtiyacını büyütüştür. Bu dönemde devlet tahvil ihracının artması tahvil piyasalarının derinleşmesine yol açmıştır. Dönemin enflasyonist yapısına uygun olarak negatif reel faizle borç verenlerin bu durumu tersine çevirmek istemeleri de bir başka gerçekliktir. Bir yanda devletlerin bütçe açıkları dolayısıyla gittikçe artan finansman ihtiyaçları, bir yandan sosyolojik ve ekonomik nedenlerle tasarruf sahiplerinin değişen tutumu yeniden yapılanmaya çalışan şirketlerin davranışı ile birleşince uluslararası finans piyasaları güçlenmeye başladı, türev piyasalardaki gelişme de inanılmaz boyutlara ulaştı (Sarfati, 2003:39). Bütün bu gelişmeler finans piyasalarının liberalleşmesini gündeme getirdi.

Yapılan pek çok araştırmaya rağmen gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyonun yöntemi, etkileri ve sonuçları üzerinde iktisatçılar tarafından genel olarak kabul görmüş bir teori bulunmamaktadır. Buda finansal liberalizasyona ilişkin görüşlerin çeşitlenmesine yol açmıştır. Buna rağmen özellikle 1980’li yıllarda yaşanan gelişmeler doğrultusunda pek çok ülke finansal liberalizasyon politikalarını hayata geçirmişlerdir. Finansal liberalizasyon teorisi Neo-klasik yaklaşım olarak bilinen McKinnon-Shaw yaklaşımıyla başlamış, ardından Yapısalcı Yaklaşım izlemiştir. Birbirinin eleştirisi şeklinde devam eden Neo-Keynesyen, Post-Keynesyen ve Grabel’in “Spekülatif Gelişme Modeli”ne ek olarak Marksist yaklaşım da finansal liberalizasyonla ilgili literatürde yerlerini almışlardır.

1.1.3.1. Neo-Klasik Ekol: McKinnon-Shaw Yaklaşımı

Teorik temellerini Stanford Okulu’nun tanınmış iktisatçılarından McKinnon (1973) ve Shaw (1973)’un çalışmalarından alan “finansal serbestleşme kuramı” Neo-klasik finans teorisinin gelişmekte olan ülkelere uyarlanmış versiyonudur (Williamson ve Mahar,1998:8). Finansal baskı ekolünün temsilcileri olan McKinnon-Shaw ve takipçilerine göre hükümetlerin finans piyasaları üzerinde uyguladıkları finansal baskı politikaları ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Finansal baskı (financial repression) ise piyasa denge faiz oranı altında bir tavan belirlenerek reel faizlerin yükselmesinin önlenmesi olarak adlandırılmaktadır (Atamtürk, 2003:43).

Öte yandan finansal baskı görüşleri McKinnon-Shaw hipotezi olarak bilinmesine rağmen McKinnon ile Shaw arasında en azından vurgulanan konular açısından bazı farklılıklar vardır. Örneğin McKinnon oto-finansman kaynaklarıyla finanse edilen yatırımlar ile faiz oranları arasında yoğunlaşırken Shaw dış mali kaynaklar ile mali derinleşme arasındaki ilişkinin önemine değinmiştir. Fakat nihayetinde her iki görüş de birbirini tamamlar niteliktedir (Soydemir, 1998:9).

McKinnon soruna önce parçalanmış ekonomi çerçevesinden bakmaktadır. McKinnon'a göre gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların başlangıç aşamasında para ve sermaye piyasalarının bölünmüş olması nedeniyle para ve fiziki sermaye birbirinin ikamesi değil tamamlayıcısıdır. McKinnon finansal baskı altında para otoritesi tarafından belirlenmiş negatif veya düşük reel faiz oranlarının tasarruf miktarını azaltarak ve kaynakların etkin dağılımını engelleyerek finansal piyasaların bölünmesine ve bankacılık sisteminin finansal aracılık rolünün olumsuz etkilenmesine neden olduğunu ileri sürmektedir (Doğan ve Işık, 2007:38). Bu durumda organize finans piyasalarının mevcut olmadığı göz önüne alındığında yatırımcılar ve tasarruf sahipleri arasında bir ayırım olmaksızın bütün ekonomik birimler oto-finance yoluyla ayakta kalabilmektedir (Venet, 2003:61). McKinnon'a göre finansal baskının sonuçları şu şekilde özetlenebilir (Soydemir, 1998:9):

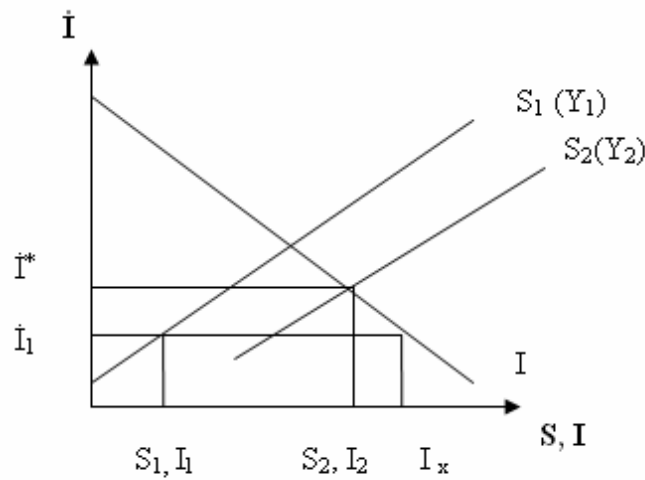
- Bankacılık sistemi kanalıyla ödünç verilebilir fonlar azalır ve dolayısıyla da potansiyel yatırımcıların sadece kendi mali kaynaklarına dayanmalarına yol açar.
- Baskı altındaki banka kredileri üzerindeki faizler tercih edilen yatırımcıyla tercih edilmeyen arasında önemli ölçüde değişir.
- Faiz oranlarının negatif olması gerek girişimcilerin gerekse hanehalkının oto-finance kaynaklarını arttırmalarını, biriktirmelerini engelleyerek, yatırımlar için likit varlık birikimini sınırlandırır.
- Firmaların likit olmadığı ve enflasyonun belirsiz olduğu bir ortamda bankacılık dışında mali derinleşmenin olması da imkansızdır.

Shaw'a göre ise finansal sektör finansal varlıklar ve finansal hizmetler için oluşturulmuş karmaşık piyasalardır (Shaw, 1973:3). Borcun aracılendirilmesi modelinde Shaw mevduatlara uygulanan faiz oranlarındaki artışın işlemcilerin mevduat talebini teşvik ederek bankacılık sektörünün kredi kapasitesini arttırdığını göstermektedir. Bu dışsal bir şekilde finanse edilen yatırımları uyarmaktadır (Venet, 2003:61). Ayrıca yüksek reel faizler yurt dışındaki fonların ülkeye girmesine ve

finansal derinliğin artmasına neden olacaktır. Shaw özellikle finansal derinliğin artmasında yurt dışı fonların yurt içi fonlardan daha önemli olduğunu vurgulamaktadır (Atamtürk, 2003:43). Finansal politika liberalize edildiğinde ve finansal fiyatlardaki sapmalar ortadan kaldırıldığında yada azaltıldığında likidite rezervleri yükselir (Shaw, 1973:7). Shaw'a göre finansal liberalizasyon ve ona bağlı politikalar aynı zamanda gelir dağılımının eşitlenmesine de neden olur (Shaw, 1973:11). Geri kalmış ekonomilerin reel finansal büyümelerini bastırmaları sosyal kayıplarla sonuçlanmıştır. Geri kalmış ekonomilerin gelirleri tam liberalizasyonla yükseltilebilir. Eğer tasarruflara uygun getiri oranları önerilirse gelir/tasarruf rasyoları yükselir. Eğer faiz oranları alternatif yatırım seçenekleri arasında radikal bir biçimde kullanılırsa tasarrufların tahsisi daha etkili olur. Eğer sermayenin emeğe ikamesi seyrelirse istihdam yükselebilir. Eğer müdahale ve baskı stratejisi daha az güven bulursa gelir dağılımındaki adaletsizliğin azalması mümkün olur (Shaw, 1973:80).

Sonuç olarak başlangıçta her ne kadar farklı argümanlar ileri sürseler de McKinnon ve Shaw'ın yaklaşımları finansal baskı politikalarının büyümeyi olumsuz etkilediği noktasında birbirlerini tamamlarlar. Finansal baskı politikalarının yatırım ve tasarruf üzerindeki etkisi Şekil 1'de görünmektedir.

Şekil 1: Finansal Baskının Yatırım ve Tasarruflar Üzerindeki Etkisi



Şekil 1'e göre S ekonomideki tasarrufları, I ekonomideki yatırımları ve Y ekonominin büyüme oranını göstermektedir ($Y_2 > Y_1$). Burada yatırımlar faizin azalan fonksiyonu iken tasarruflar gelir ve faizin artan fonksiyonudur. İlk durumda büyüme oranı Y_1 iken finansal baskı sonucu faizler I_1 ' seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu faiz haddinde tasarruflar S_1 düzeyinde iken buna karşılık gelen yatırım düzeyi I_x 'dir. Burada yatırım talebinin bir kısmı karşılanamamaktadır. Diğer bir anlamda kredi sınırlandırılmıştır ve girişimcilerin bir kısmı karlı olabilecek yatırımları finanse edememektedir. Faizlerin I^* 'a eşit olduğu noktada ise karşılanmamış yatırım talebi ortadan kalkmaktadır. Ekonominin büyüme oranı bu durumda Y_2 'ye yükselmektedir.

McKinnon-Shaw'ın analizi finansal açıdan baskı altına alınan bir ekonomi çerçevesinde faiz oranlarının denge oranının altında belirlenmesinin (Venet, 2003:62) ;

- Tasarrufları tüketici lehine azalttığını (banka mevduatlarının azalması),
- Yatırımları optimal düzeyinin altında sabitlediğini,
- Bankalar devlet tarafından düşük verimli projeleri (tarım üretimi vs) finanse etmeye zorlandığı ölçüde gerçekleşmiş yatırımların kalitesini düşürdüğünü göstermektedir.

McKinnon-Shaw'a göre liberalizasyon yaklaşımının temeli, gelişmekte olan ülkelerde yatırımların azlığı sorunsalına değil, tasarrufların yetersizliği anlayışına dayanmaktadır. Eğer sorun tasarrufların azlığı ise reçete tasarrufları artırıcı ve cazip kılıcı politikaların oluşturulmasıdır. Reel anlamda pozitif veya piyasa güçleri tarafından pozitif olarak belirlenecek bir faiz oranı ekonomideki atıl fonların organize finansal sektöre (bankacılık sistemine) kaymasına neden olacaktır. Bu ise yatırımlar için gerekli fonların oluşması anlamına gelmektedir (Kar ve Taş, 2003:164).

McKinnon ve Shaw yaklaşımına göre gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyon sürecine girilmesiyle serbest bırakılan faiz oranları yükselerek tasarruf yatırım dengesini sağlayacak önemli bir değişken haline gelecek ve böylece finans kesimi ile piyasalara ilişkin tüm bilgileri taşıyan bir gösterge niteliği taşıyacaktır. Faiz oranlarının yükselmesine bağlı olarak tasarruflar artacak, buda yatırımlara

dönüştürülebilecek kaynakları artırarak ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. Öte yandan tasarrufların artması tüketimi kısıcıcı etki yapacak ve böylece enflasyonist baskılarda ortadan kalkacaktır. Yine faiz oranlarının yükselmesi ile daha önce iletken olmayan yatırımlar artık karlı olmaktan çıkacağı için tasarruflar daha üretken alanlara yönelecek ve kaynak dağılımında etkinlik sağlanacaktır. Finansal liberalizasyon mali piyasalarda araç çeşitlenmesine yol açarak finansal derinleşmeyi artıracak buna bağlı olarak da finansal sistemin gelişmesine katkıda bulunacaktır (Tezer ve Çolak, 1999:274).

McKinnon ve Shaw'ın çalışmaları devlet müdahalelerine olan artan güvensizlikle karakterize olmuş değişen entelektüel iklimin ve piyasanın kaynakları optimum dağıtacağına olan yükselen inancın habercisi olmuşlardır. McKinnon ve Shaw yaklaşımı finansal liberalizasyon yada finansal piyasaların düzenleyici engellerinden kurtulması bakımından finansal sektör analizi ve politika yapımının ana teorik temelini oluşturmuştur (Sikorski, 1996:66).

Bütün olumlu beklentilere karşın McKinnon-Shaw yaklaşımının uygulaması çok az istisna dışında beklenen sonuçlara ulaşamamıştır. Özellikle, finansal serbestleşme ile yükselen faizler, tasarruf ve yatırımları uyarmada başarısız olurken, dış tasarrufları (dış borçları) beklenmedik ölçüde artırmıştır. Benzer şekilde, finansal serbestleşme iç borçlarda da önemli artışlara yol açmıştır. Büyük bankalar ve uluslararası piyasalarla bağlantısı olan işletmeler ucuz kredilere ulaşabilirken, yüksek maliyetlerle yurtiçi piyasalardan kredi alan küçük işletmelerin borçları sürekli olarak yükselmiştir. 1980'lerin ortasında yeni serbestleşen bu finansal piyasalar çökerken, hükümetler kaçınılmaz olarak finansal piyasalara müdahale etmişlerdir (Esen, 1998:25).

McKinnon-Shaw yaklaşımıyla ilgili dünyada yaşanan gelişmeler teorinin öngörülerinin gelişmekte olan ülkelerde sınırlı olarak ortaya çıkması yada olumsuz sonuçların fazlaca yaşanması sebebiyle eleştirilmeye başlanmıştır. Bu eleştirilerin başını "Yapısalcı Yaklaşım" çekmektedir.

1.1.3.2. Yapısalci Yaklaşım

Yapısalci ekol Taylor (1983) ve Wijnbergen (1982, 1983) öncülüğünde McKinnon-Shaw'ın öne sürdüğü tezlere tepki olarak ortaya çıkmıştır. (Venet, 2003:65; Kar ve Taş, 2003:168). Yapısalci yaklaşımı savunan pek çok iktisatçı sınırlanmamış finansal serbestleşmeye karşı çıkmakta ve ılımlı finansal baskılamayı savunmaktadır (Şengönül, Altıok, Gürbüz, 2007:31). Yapısalci yaklaşımın finansal liberalizasyon konusundaki en önemli katkısı finansal liberalizasyonun arz ve talep yönünden ortaya çıkan etkilerini ortaya koymasıdır. Bu açıdan yatırım, tasarruf ve bunların iktisadi birimler arasındaki dağılımının nasıl oluştuğu ve bu sürecin nasıl etkilendiğinin analizi konusunda yapısalci okulun yaklaşımları önemli açıklamalar getirmektedir (Kahyaoğlu, 2008:28).

Taylor, McKinnon-Shaw modelinin aksine faiz hadlerindeki bir artışın ekonomide daralmaya neden olacağını öne sürmektedir. Taylor'a göre McKinnon-Shaw'ın finansal serbestleşme reformu başarılı olsa dahi bu başarı finansal sistemin sermaye birikiminin peşinden dalgalanan istikrarsız bir yapıya dönüşmesine neden olacaktır. Sonuç olarak yatırım ve teknolojinin merkezi otorite tarafından doğrudan uyarılması/yönlendirilmesi sürdürülebilir bir kalkınma için daha istikrarlı bir yöntemdir (Emek, 2000:5).

Fry'a (1988) göre, "yapısalci modeller", McKinnon-Shaw modelinden farklı beş iddia üzerine şekillenmektedir (Venet, 2003:65):

- Ücretler, dışsal bir şekilde belirlenmektedir.
- Enflasyon, çalışanların ve sermayedarların göreceli ağırlığına göre belirlenmektedir.
- Tasarrufun kaynağı ücretler değil, kardır.
- Fiyatlar genel düzeyi, çalışma maliyetleri, ithalat ve üretken sermayenin finansmanı üzerindeki sabit oranlara göre belirlenmektedir.
- Gelişmekte olan ülkeler birincil madde ve ara mal ithalatlarına önemli oranda bağımlıdır.

Yukarıda anılan farklılıklar gereği yapısalci ekole göre finansal liberalizasyon sonucu oluşacak bir faiz artırımını geliştirmekte olan ülkelerde maliyetleri ve dolayısıyla mark-up fiyatlandırma gereği fiyatlar genel seviyesini artıracaktır. Kısacası uygulanan finansal liberalizasyon politikaları enflasyona neden olacaktır.

Bununla beraber yapısalci ekol geliştirmekte olan ülkelerin bazılarında geniş olarak bulunan ve bankacılık sektörü dışında çalışan finansal aracılık kurumlarına (curb market) büyük önem vermektedir (Kar ve Taş, 2003:168). Enformel finans sektörü olarak da adlandırılan bu sektör kaynakların karşılanması anlamında büyük bir etkinliğe sahiptir. Yapısalcılara göre enformel sektör ekonomik büyümeyi engelleyemeyecek, tersine büyümenin itici bir faktörü olacaktır (Venet, 2003:65). Yapısalci ekole göre resmi olmayan ve bankacılık dışında gelişen bu sektörün çalışması daha verimlidir. Çünkü bu kurumlar piyasa ilişkilerinde birebir çalıştıklarından mevduat munzam karşılığı gibi herhangi bir miktar hesaplarında tutmadıkları için daha verimlidirler. Yine yapısalcılar, bankacılık sektöründeki mevduat munzam karşılığı uygulamasının bazı ülkelerde oldukça yüksek olduğunu, kaynakların hepsinin finansal aracılıkta kullanılamaması anlamına gelen bu uygulamayı eleştirmekte ve bunu bir tür kaynak kaybı, sızma olarak yorumlamaktadırlar (Kar ve Taş, 2003:168). Bu bakımdan yapısalci görüş mali baskının geliştirmekte olan ülkelerde faiz oranlarının yükselmesini önleyerek yatırımların ve ekonomik büyümenin hızlanması sonucunu doğurabileceğini, enflasyonu ise aşağı çekici bir etki yapacağını ileri sürmektedir. Yine bu görüşe göre mali baskı söz konusu olduğunda tasarrufların artması için, resmi ve örgütlenmemiş (informel) para piyasasından mali piyasaların etkin bir şekilde çalışması gerekir. Bunu sağlayacak hane halkının portföy tercihinin söz konusu piyasalardaki kullanılabilir fon arzını (tasarrufları) artıracak şekilde değişmesidir (Tezer ve Çolak, 1999:275).

1.1.3.3. Neo-Keynesyen Yaklaşım

Neo-Keynesyen yaklaşım finansal serbestleşme politikalarının özellikle geliştirmekte olan ülkelerde tasarruf ve yatırımları azaltarak büyüme oranını düşüreceği

görüşünü savunmaktadır. Bununla beraber Neo-Keynesyen K. Dutt'un altını çizdiği üzere finansal liberalizasyon uygulamaları gelir dağılımını bozmaktadır (Atamtürk, 2003:43).

Neo-Keynesyen yaklaşım finansal liberalizasyonu Neo-Klasik yaklaşımdan farklı olarak iki ana başlık altında eleştirmektedir. Bunlardan ilki faiz ve gelirin etkileşim mekanizmalarına olan (ve bu bağlamda Neo-Klasik görüşten ayrılan) farklı bakış açısı, ikincisi de mal ve para piyasalarında yapılan ayrımla ilgilidir.

Neo-Keynesyen yaklaşıma göre finansal piyasalarda oluşabilecek bir liberalizasyon sonucu faiz oranlarının yükselmesi sanılanın aksine tasarruf oranını artırmayacaktır. Bunun sebebi Neo-Keynesyenlere göre tasarrufların faizin değil gelirin bir fonksiyonu olmasıdır. Bu durumda en başından finansal liberalizasyondan beklenen fon arzı artışı söz konusu olmayacaktır. Bununla beraber faiz oranlarındaki artış yatırım talebini olumsuz etkileyecektir. Çünkü yatırımlar faiz oranlarıyla negatif ilişkilidir. Neo-Keynesyen yaklaşıma göre düşük faiz oranları yatırımları ve ekonomik büyümeyi teşvik edecek, büyük oranda gelir düzeyi tarafından belirlenen tasarruflar ise -faiz oranına duyarlı olmadığı için- bundan olumsuz etkilenmeyecektir. Burada büyüme sürecinin temel değişkeni yatırımdır. Tasarruf oranı dinamik biçimde ele alınmakta ve bu oranın yükseleceği varsayılmaktadır. Bu nedenle finansal serbestleşme ile birlikte faiz oranlarında ortaya çıkacak herhangi bir artışın yatırımların maliyetini yükselteceğini ve yatırımları caydıracağını öne sürer. Ayrıca ekonomideki tasarruf düzeyinin yükselmesi efektif talebin daralmasına yol açarak ekonomide durgunluğa neden olabilecektir (Şengönül, Altıok, Gürbüz, 2007:30).

Neo-Keynesyen yaklaşıma göre finansal piyasalar ile mal piyasaları birbirinden farklıdır. Mal piyasalarında malın teslimi ve mal bedelinin alıcıdan tahsil edilmesi aynı zamanda olurken finansal piyasalarda verilen kredilerin bedeli tedrici olarak tahsil edilmektedir. Burada kredi talep edenler kredi arz mercilerini tam bilgilendirmişken kredi arz edenler için aynı durum söz konusu olmayabilir. Bu durum asimetrik enformasyon, ahlaki tehlike ve ters seçim gibi piyasaların pür

rekabetçi işlemlerini engelleyen pürüzlerin oluşmasına yol açar. Asimetrik enformasyon bir ekonomik ilişkide taraflardan birinin sahip olduğu bilgilerin diğerlerine göre daha fazla olması durumudur. Asimetriye yol açan bilgiye de asimetrik bilgi denir. Ters seçim ise taraflar arasında sözleşme yapılmadan önce ortaya çıkan bir asimetrik bilgi sorunu olup sözleşmeyi temelden etkileyecek önemli bilgilerin sözleşme öncesinde sadece taraflardan yalnızca birinde olmasından kaynaklanmaktadır. Bilgiye ilişkin diğer bir sorun olan ahlaki tehlike ise sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkan saklı faaliyetten kaynaklanmaktadır.

Neo-Keynesyen anlayışa göre finansal liberalizasyon sonucu faizlerin yükselmesi kredi başvurularının ortalama kalitesini düşürecek, borçlanma maliyetlerinin yüksek olduğu bu ortamda beklenen getirileri ve risk düzeyi düşük olan projelerin gerçekleştirme imkanı azalacaktır. Geriye beklenen getirisi yüksek ve risk düzeyi düşük ve/veya yüksek projeler kalacaktır. Kredi arz edenler asimetrik bilgiye sahip olduklarından düşük ve yüksek riskli projeleri ayırmak kolay olmayacak ve negatif borçlu havuzundan rasgele bir seçim (ters seçim) yapmak zorunda kalacaklardır. Bunun sonucunda ise yüksek getirili projelerin yerini düşük getirili projeler alacak, gelir ve verimlilik kaybı gibi olumsuz sonuçlar ortaya çıkacaktır (Şengönül, Altıok, Gürbüz, 2007:30).

Sonuç olarak, Neo-Keynesyenlere göre, faiz oranlarındaki bir artış yatırımları caydırıcı etki yaparak efektif talebi daraltmakta ve finansal bozukluklara yol açarak büyüme hızını düşürmektedir (Bilir, 2006:24).

1.1.3.4.Post Keynesyen Yaklaşım

Her iki yaklaşımın kaynakları da Keynes'in kuramında mevcut olmakla birlikte, Neo-Keynesyen ve Post Keynesyen yaklaşımlar, birbirlerinden oldukça farklıdır. Bu farklılıkların en önemlisi ve en belirgin yönü ise, beklentilerin oluşumu ve yönü ile ilişkilidir (Özbilen, 2000:13). Post Keynesyenler ekonomiyi tarihsel bir süreç içindeki oluşum olarak ele alırlar. Bir başka deyişle Post Keynesyen Teori geçmiş yüzyılların ekonomik deneyimlerine dayanır. Ekonomide her türlü

faaliyetin gerçekleşmesi için belli bir zamanın geçmesi gerekir. Zaman ise asimetric bir değişkendir, yani geçmiş bilinebildiği halde gelecek bilinemez. Geleceğin belirsiz olması fertlerin alacağı kararlarda geleceğe ait beklentilerin önemli bir etkisi olması sonucunu doğurmuştur. Klasik teoride kararlar bir zaman anında alınır ve varsayım gereği fertlerin hata yapması imkansızdır. Bu nedenle klasik teoride hata söz konusu değildir ve kaynaklar daima optimal dağılır. Post Keynesyenlere göre ise fertlerin geleceğe ait tahminleri birbirinden farklı olacağı için alacakları kararlar da birbirinden farklıdır. Yani ekonomik gelecek fertler tarafından yaratılır, yoksa keşfedilmez (Savaş, 1989:160).

Post Keynesyen analizi neo-klasik, paracı ve rasyonel beklentiler okulundan ayırt eden temel özellik; kapitalist ekonominin bir dizi dengesiz dinamiğe sahip olduğu yönündeki varsayımlarıdır. Bu varsayım aynı zamanda Post Keynesyen analizin araştırma nesnesini de belirlemiştir; kapitalist ekonomide dengesizliğe neden olan dinamiklerin belirlenmesi. Dengesizliğin belirlenmesi gündeme alındığında bir çok Post Keynesyen analiz için para ve finansal değişkenler, üzerinde özenle durulması gereken öğeler olarak karşımıza çıkmıştır (Ercan, 2005:224).

Post Keynesyen yaklaşıma göre finansal yaklaşımın arz ve talep tarafında yer alan iktisadi birimlerin beklentileri içsel olarak oluşur. Beklentilerin içsel olması yatırım projelerinin şimdiki ve gelecekteki getiri ve risklerinin belirsizliğinden kaynaklanır. Riski yüksek projelerden beklenen karlar realize oldukça gelecek konusunda daha olumlu beklentiler oluşur. Herkes tahminlerine daha fazla güvenir, bunun sonucunda güvenlik marjı daralır (Karademir, 2005:12)

Ekonomik faaliyetlerin istikrarlı dönemlerinde ekonomik birimler, spekülative finansmana daha fazla yönelirler. Bir başka deyişle, uzun vadeli projeler tercihen kısa vadeli olarak finanse edilirler. Bu tarz bir finansman, ekonomik birimleri faiz şoklarına ve kredi imkanlarındaki değişmelere karşı daha duyarlı hale getirir. Sonuç olarak, finansal sistem daha kırılğan bir nitelik kazanır (Özbilen, 2000:13).

Ayrıca Post Keynesyenler, tam istihdamda ülkeler arasındaki ödemeler dengesinde istikrarı devam ettirmek için, serbest sermaye hareketleri ve serbest ticaret altında, dünya ekonomisinin yeterliliği konusunda şüpheler taşımaktadır. Post Keynesyenler, ülkelerin ödemeler dengesindeki sorunların çözülmesi konusundaki başarısızlığın, fakirleşmenin temel nedeni olduğunu, bunun sosyal memnuniyetsizliklere, savaflara ve devrimlere yol açtığını ifade etmektedir. Bretton Woods Sistemi'nin kurulma nedeni, serbest uluslararası sermaye hareketlerinin, serbest ticareti ve tam istihdamı sağlamamasıdır (Onur, 2005:136).

Sonuç olarak; Post-Keynesyen yaklaşım, geleceğin belirsiz olduğunu ve böyle bir ortamın spekülâtif hareketlere neden olduğunu savunmaktadır. Post-Keynesyenler, McKinnon Shaw yaklaşımının tersine, finansal serbestleşme ile hız kazanan sermaye hareketlerinin spekülâtif hareketleri artıracığını ve ekonomik büyümenin olumsuz yönde etkilenebileceğini kabul etmektedirler (Bilir, 2006:26).

1.1.3.5.Spekülâtif Gelişme Modeli

Spekülâtif gelişme modeli, Neo-Keynesyen ve Post-Keynesyen yaklaşımların bir sentezi olarak 1995 yılında Grabel tarafından geliştirilmiştir (Esen, 1998:25). Grabel'e göre finansal deregülasyon sonucu artan faiz oranları sayesinde ekonomide yüksek riskli, yüksek getirili ve kısa vadeli spekülâtif faaliyetlerin artma ihtimalinin olması neoklasik teorinin finansal liberalizasyondan beklentilerinin aksine ekonomik büyümenin muhtevâsının istenildiği gibi olmamasına yol açabilir.

Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan, finansal deregülasyon programlarının genelde dört ana bileşeni mevcuttur. Bunlar; reel mevduat ve kredi faiz oranlarının serbest piyasa düzeyine yükselmesi, mevcut finansal kurumların serbestleştirilmesi, yeni finansal piyasaların, kurumların ve araçların yaratılması, yani mali derinliğin oluşması ve sermaye hesabının serbestleştirilmesidir. Bu değişikliklerin arz ve talep açısından çok önemli etkileri vardır. Talep yönünde, finansal serbestleşme programlarının önemli sonuçlar ortaya çıkardığı görülür. Şöyle ki, yüksek kredi faizleri, riskli yatırımları avantajlı hale getirir, kurumsal yenilikler, kısa vadeli

spekülatif yatırımlar için yeni fırsatlar yaratır ve kısa ve uzun vadeli faiz farkı artarak spekülatif yatırımlar lehine bir ortam yaratılır (zbilen, 2000:13).

Finansal deregülasyon ile artan faizler, yatırımların bileşimini ve hacmini etkileyebilir. Finansal deregülasyonun en önemli etkisi, düşük getirili ve düşük riskli yatırım projesinin devre dışı kalmasıdır. Bunun sonucunda, kredi verenler, ortalama kalitesi daha düşük bir borçlular grubu ile karşı karşıya kalırlar. Aslında bu durum, asimetrik enformasyondan değil, borç verilebilir fonların maliyetinin artmasından kaynaklanmıştır. Neo-Keynesyenlere göre, bu durumda kredi tayınlaması ortaya çıkacaktır. Buna karşılık, Post-Keynesyenler ise, spekülatif bir ortamda beklentileri değişen kreditorlerin kredi tayınlamasına gitmeyebileceklerini ileri sürmektedirler (zbilen, 2000:14). Grabel'e göre finansal liberalizasyon politikaları, yatırımcıların anlık coşkularıyla birlikte, menkul kıymetlerin fiyatlarında spekülatif nitelikli değerlenmelere, aşırı derecede yüksek faiz hadlerine ve iktisadi aktivitenin sanayi yatırımlarından giderek finansal hareketlere yönelmesine neden olmaktadır (Yeldan, 2002:1). Bu da deregülasyon sonucu yaşanan büyümenin spekülatif bir karaktere sahip olduğu ve her spekülatif şişme gibi bir krizle ineceği anlamına gelmektedir.

1.1.3.6. Marksist Yaklaşım

Finansal liberalizasyonla ilgili yaklaşımların -gerek neoklasik yaklaşım, gerekse de neo-klasik yaklaşımdaki eksiklikleri eleştirerek ortaya çıkan diğer alternatif yaklaşımlar- ortak noktası ana akım iktisadın varsayımlarıyla yapısal bir sorunlarının olmamasıdır. Bununla beraber Marksist yaklaşım bu bağlamda kendini diğer finans teorilerinden farklılaştırmaktadır. Marksist teoriyi oluşturan Karl Marks'ın ana yapıtlarında özellikle ele alınan bir finansal liberalizasyon teorisi yada eleştirisi bulunmamaktadır. Bununla beraber Marks analizinde toplumsal yapıyı kendi ideolojik çerçevesinde bir bütün olarak ele almış ve bütünü oluşturan parçaları analiz ederken bütünden kopmayarak kapitalist işleyişi açıklamaya çalışmıştır. Bu bağlamda kendine has terminolojisiyle de olsa “para”, “sermaye” ve “para-sermaye” gibi kavramlarla finansın geleceği hakkında bir takım görüşler belirtmiştir. Daha

sonraları bu ekole bağı iktisatçılar tarafından finansal liberalizasyon, finansın uluslararasılaşması vb. konularda pek çok araştırma yapılmıştır.

Marks' a göre kapitalist toplumsal döngü emekten metaya, metadan paraya ve paradan sermayeye kesintisiz bir dönüşüm halindedir. Bu dönüşüm sürecinde birikimin ilk versiyonu olan emek değer sadece form değiştirmekle kalmaz aynı zamanda büyür. Sonuçta elde yeni yatırım alanlarında kullanılabilir bir sermaye fazlası ortaya çıkar. Marks'ın analizinin kaynağının emek değer olması Marksist iktisatçıları daha çok üretimle ilgili analizler yapmaya itmiş ve para-sermaye ilişkilerinin yeteri kadar incelenmemesine yol açmıştır. Oysa Marks para kavramının analizinde meta, değer ve para kavramlarını birbirlerini dışlayan kavramlar olarak analiz etmemiştir, tam tersine bu kavramların birbirleri ile olan ilişkileri üzerine yoğunlaşmıştır (Ercan, 2005:264). Egemen iktisat yazınından farklı olarak Marksist ekonomide sermaye sadece bir üretim faktörü değildir. Sermaye bir sosyal ilişki biçimi, üretim ilişkisidir ve bu yönüyle toplumun belli bir tarihsel biçimine özgüdür, bir nesne olarak ortaya çıkmakla birlikte, sonuçta toplumsal bir nitelik kazanır. Hareket ve süreç içinde toplumsal ilişkilerin görünümü olarak sermaye farklı biçimlerde ve niteliklerde ortaya çıkar. Yani tıpkı para gibi sermaye içinde genel olarak bir sermayeden söz edilemez. Para ve sermayenin toplam sermaye birikim süreci içinde yüklendiği işlevler ve işlevleri yerine getirmek için aldığı biçimler arasında bir dizi içsel bağıntı vardır. Para ve sermayenin farklı işlevleri ve biçimleri genel olarak kapitalist üretimin finansını anlamak için göz önünde tutulması gereken öneme sahiptir (Ercan, 2005:268).

Marksist iktisatçılara göre son yıllarda yaşanan finansal liberalizasyon, kapitalizmi azalan kar hadleri sonucu girdiği krizden kurtarmak için uygulanan neo liberal politikalar demetidir. Bu nedenle marksist iktisatçılar finansal liberalizasyon teori ve uygulamalarına karşı tepkilidirler. Marksist teoriye göre azalan kar haddi gerçeği kapitalizmin bünyesinde barındırdığı ve kaçınmadığı doğallığıdır. Çünkü sermayenin küreselleşme süreci (Demirer, 1993:48);

- Uluslar arası ticaretin azalmasına,
- Pazarın küçülmesine,

- Kitlelerin satın alma gücünün düşmesine,
- Kapitalist birikimin görece daralmasına,
- Kapitalist kar oranlarının engellenemez düşüşüne,
- Kapitalist üretim kapasitesinin daralmasına,
- Kaçınılmaz resesyonlara,
- Kronikleşen yoksulluğun yaygınlaşmasına,
- Dünya düzleminde Kuzey/Güney ve toplumsal ölçekte ise emek/sermaye kamplaşmalarının keskinleşmesine yol açar.

Marksist analizi benimseyen bazı iktisatçılar finansal liberalizasyonu bir sürecin son aşaması olarak görmektedirler. Bu süreçte öncelikle ücretlerin baskı altına alınmasıyla birlikte uygulanan sıkı para politikaları ekonomide üç gelişmeye yol açmaktadır: Tüketim azalması (yani talep daralması), düşen enflasyon ve yükselen nominal faiz oranları. Bu süreç sonucunda büyüme oranları yavaşlamakta ve reel faizler yükselmektedir. Bunu artan kamu açıkları ve kamu borçlanma gereğinin artması izlemektedir. Bu sürecin sonunda finansal liberalizasyon gündeme gelmekte ve reel faizlerdeki artış süreklilik kazanmaktadır. Bundan sonra ekonomi finansal spekülasyonlara açık hale gelmekte ve finansal istikrarsızlık tablosu kalıcı olmaktadır (Başkaya, 2004:162).

Finansal liberalizasyon uygulamalarının özellikle azgelişmiş ülkelerde daha yıkıcı sonuçlara yol açtığı da yine bu ekolün benimsediği görüşler arasındadır. Neo-Liberal politikalar ekonomiyi finansal akımlardaki oynaklıklardan kaynaklanan aşırı istikrarsızlığa maruz bırakırlar. Bu genel olarak doğrudur, ancak belirli sebeplerden dolayı üçüncü dünya ülkeleri için özellikle doğrudur (Patnaik, 2005:54). Neo-Liberal ekonomik reformların köşe taşlarından biri radikal finansal deregülasyon olmuştur. Ancak bu tür deregülasyonun sicilinde ne yoksul yanlısı ve ne de büyüme yanlısı olmak vardır. Bu deregülasyonlar çoğu kere gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerini istikrarsızlığa sürüklemiş ve yoksul hanehalklarının krediye erişmesini engellemiştir (McKinley, 2005:261).

Finansal serbestleşmenin sermaye girişi etkileri yalnızca sürecin kurumsal değişim bileşeninin sonuçlarını kötüleştirir. Sadece likiditeyi arttırmakla ve

oyunabilecek fonlara erişime izin vermekle kalmaz, yeni finansal bağlam tarafından sunulan fırsatlarla yapılan muamelelerde daha uzmanlaşmış oyuncularını da beraberinde getirir. Finansal başarısızlık bir potansiyel olarak ortaya çıktığında yada gerçekleşme tehdidi görüldüğünde fonlar kurur ve sermaye kaçıışı meydana gelir; sonuçta ortaya çıkan krizin yoğunluğunu artırır. Serbestleştirilmiş bir finansal sistemde sınır ötesi sermaye kaçışlarının hacim ve oynaklığını kontrol edebilecek bir tedbir olarak görülen sermaye kontrolleri, başarılı olsalar bile, sistemin temel kırılganlığını düzeltmezler. Yapabilecekleri tek şey krizlerin yoğunluğunu azaltmaktır (Chandrasekhar, 2005:298).

1.1.4.Finansal Liberalizasyonun Tarihsel Gelişimi

1870'lerden itibaren ABD, Arjantin ve Britanya gibi ülkelerin arasında günümüzdeki kadar olmasa da para benzeri yarı likit tahvil dolaşımı mevcuttu (Şişman, 2005:118). 1870'lerden 1. Dünya Savaşına (1914) kadar süren klasik altın standardı ve Londra merkezli küresel sermaye piyasası dönemi çoğu ülke için istikrarlı ve güvenilir bir sabit döviz kuru sistemiydi ve ülke içi politikalarda politikacıları disipline etme, sorumlu davranma işlevi görüyordu. Böylece ülkeler arasında faiz farklılıkları azalırken sermaye akımları giderek artmış ve 1900'lere gelindiğinde yalnızca Batı Avrupa ülkeleri değil çevre ülkelerin de dahil olduğu sermaye, mal ve emek piyasalarını kucaklayan bir küresel ekonomi ortaya çıkmıştır (Yay, 2003:16). Altın standardı zamanında serbestlik mükemmel anlamıyla mevcuttu; piyasalar ve ekonomiler serbestti. Bu dönemde uluslararası finansın amacı ticareti kolaylaştırmaktı, dolayısıyla bankacılıkta gelişti. Bütün ülkeler para birimlerini sabit oranlarda konvertibl yapmışlardı (Bakırtaş ve Karbuz, 2004:94). Bu süreç yaklaşık yarım yüzyıl (1860-1914) devam ettikten sonra 1. Dünya Savaşı'yla son bulmuş, "finans-kapital"ın sermaye dolanımı kısıtlanmıştı (Kazgan, 2002:162).

1914- 1945 döneminde küresel ekonomi çökmüştür. İki dünya savaşı, Büyük Dünya Bunalımı, milliyetçiliğin yükselmesi, ülkelerin işbirliğinden vazgeçen politikaları ile birleşince küreselleşen ekonomiden otarşi dönemine geçilmiştir. 1. Dünya Savaşında altın standardının çökmesi ile para politikası; önce savaşın

finansmanı, sonra da komşu yada birbirleri ile ticaret ortağı olan ülkeler arasındaki devalüasyonların yönetimi başta olmak üzere, ülke içi iktisat politikaları amacını gerçekleştirme aracına dönüşmüştür. 1930'ların dünya depresyonunun temel nedeni olarak görülen uluslararası sermaye akımları minimum düzeye düşmüş, uluslararası fiyatlar ve faizler arasındaki uyum tamamen bozulmuştur. Bu dönemde para krizlerinden kaçınmak ve altın stoklarını korumak için ülkeler yaygın bir şekilde sermaye kontrollerine yönelmişlerdir (Yay, 2003:17).

Önceki dönemde yaşanan gelişmelerin sonucunda dünya ticaretini serbestleştirecek, çok yanlı denkleşmeye olanak verecek ve savaşta yıkılan ekonomilerin onarımını kolaylaştıracak bir uluslararası ticari ve mali sistemin kurulmasına şiddetle gerek duyuluyordu. O yüzden ülkeler daha savaş sona ermeden yeni bir uluslararası para sistemi yaratmak amacıyla 1944'te Amerika'da Bretton-Woods (New Hampshire) kasabasında toplandılar. Bretton-Woods toplantılarında IMF (Uluslararası Para Fonu) ve İBRD (Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası:Dünya Bankası)'nın kurulması kararlaştırıldı (Seyidoğlu, 2003:529). Toplantı sonucu kararlaştırılan ve Bretton-Woods sistemi olarak da adlandırılan bu sistem aslında küresel düzeyde kurulmuş bir ticaret ve üretim sistemiydi. IMF denetiminde sabit (ancak ayarlanabilir) döviz kurları sisteminin yürürlükte olduğu bu dönemde ilke olarak ülkelerin sermaye hesaplarını korumaları teşvik ediliyor ve ülkeler arasındaki iktisadi bağlantı dış ticaret kanalları üzerinden tanımlanıyordu. Finansal piyasaların ulusal düzeyde örgütlendiği, sermaye hareketlerinin kontrol altında tutulduğu bu dönem, hükümetlere istihdam artışı ve gelir dağılımını mümkün kılan Keynesyen talep politikalarını sürdürebilme olanağı tanıyordu. Hükümetler kamu harcamaları, kredi politikaları ve faiz hadlerini belirleyebiliyorlar ve bu yolla toplam talep ve yatırım düzeyini etkileyerek iktisadi büyümeyi sürdürebiliyorlardı (Köse, 2006:153).

Bretton-Woods'tan sonra özellikle batı ekonomilerinde görülen yaklaşık 25 yıllık büyüme ve refah dönemi sermaye birikiminin yavaşlaması ve sermayenin azalan getirisi sonucu yerini uluslararası anlamda ekonomik krize bıraktı. Bu dönemde öncelikle Amerika 1971'de altın konvertibilitesine son verdiğini açıkladı.

Ardından uluslararası ekonomik sistem petrol ve borç krizlerine maruz kaldı. Dünya ekonomisi 1973-1974 yıllarında OPEC üyeleri tarafından tek yanlı olarak önemli ölçüde arttırılan ham petrol fiyatları ve bu artışın kapitalist ekonomik yapıda uzun yıllardır varolan diğer olumsuz unsurlarla birleşmesi nedeniyle, çok ağır bir resesyona sürüklenmiştir. Ancak dünya ülkelerinin resesyondan etkilenme dereceleri gelişmişlik düzeylerine göre farklılık göstermiştir. Gerçektende ABD ve az sayıda gelişmiş ülke diğer ülkelere oranla sahip oldukları esnek ekonomik yapıları aracılığıyla krizin olumsuz sonuçlarını kısa sürede geçiştirmişler; buna karşılık önemli boyutlarda petrole bağımlı olan ve genelde yüksek petrol fiyatlarına uyum gösteremeyecek düzeyde katı ekonomik yapıları bulunan gelişen ülkeler, çok ciddi ödemeler dengesi açıkları ve dış borç sorunlarıyla karşı karşıya kalmışlardır (Pala, 1996:95) .

1970'lerin ikinci yarısından itibaren baskın hâle gelen piyasaların serbestleşmesi ve sermayenin sınır tanımaksızın hareket kabiliyeti kazanması 1980'lerin sonunda yeni bir dünya stratejisi olarak gelişmekte olan ülkelere küresel iktisadî sisteme intibak için bir reçete olarak sunulmuştur. Neoklasik yaklaşım çerçevesinde gelişmekte olan ülkelerin yetersiz yurtiçi tasarrufları büyüme ve gelişme için kaynak sıkıntısı oluşturacağını söylemekte ve bu kısır döngüden dış tasarruflarla kurtulunabileceği vurgulanmaktaydı. Bu yüzden dış tasarrufların çekilebilmesi için finansal serbestlik her ülkenin yapması gereken bir uygulamaydı. 1980'lerin sonunda Washington Konsensüs (uzlaşma) adıyla bilinen bu yaklaşımla faiz oranlarının serbestleşmesinin finansal araçları arttırarak finans sisteminde derinleşme ve etkinlik meydana getireceği savunulmaktadır. (İstemihan, 2003). Bretton-Woods sisteminin dağılmasıyla birlikte uygulamasına son verilen sabit kur rejimleri ve sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin büyük ölçüde kalkması, 1990'lı yılların sonundaki dünya ekonomik sisteminin temel yapı taşlarını oluşturmuştur (Özlale, 2003:116). Bu değişimlerden sonra sadece gelişmiş ülkelerin değil gelişmekte olan ülkelerin de sermaye piyasaları hızla büyümüştür. 1990-1994 arasında gelişmekte olan ülkelere 50 yeni borsa faaliyete geçmiştir (Yıldızoğlu, 2004:553).

1.1.5. Finansal Liberalizasyon Uygulamaları ve Sonuçları

Finansal serbestleşme sürecinin üç genel etkisi vardır (Chandrasekhar, 2004:282):

i-) Finansal sermayenin 1970’li yılların sonlarından bu yana önemli ölçüde artan sermaye akımının bir kısmını “yeni gelişen pazarlara” cezbedebilmek için, ülkeyi uluslararası finansal akımların daha yeni biçimlerine ve daha geniş hacimlerine açmaktadır.

ii-) Bu sermaye girişlerini kolaylaştırabilmek için cari işlemler yatırım gelirleri ödemeleri biçimindeki ve izin verilen işlemler için sermaye hesabından transferler biçimindeki döviz çıkışlarını düzenleyen koşulları değişik düzeylerde serbestleştirir.

iii-) Finansal sektörün yapısını, finans şirketlerinin doğasını ve işlemlerini ABD ve Birleşik Krallık gibi ülkelerdeki sistemi andırmasını sağlayacak şekilde dönüşüme uğratar.

1980’lerin başlarında gerek gelişmiş gerek gelişmekte olan pek çok ülke finansal liberalizasyon politikalarını hayata geçirmeye başladı. Bunda IMF ve Dünya Bankasının geliştirmekte olan ülkelere tavsiye ettikleri istikrar programlarında bu ülkelerin finansal kalkınmaya önem vermelerini açık bir şekilde vurgulanmasının ve finansal kalkınmayı liberalizasyon politikaları ile gerçekleştirmeleri gerektiği şartının programlarının ayrılmaz bir parçası haline getirilmesinin payı büyüktür (Kar ve Tuncer, 1999:13). Finansal liberalizasyon programları ülkeden ülkeye farklılık göstermekle beraber genel olarak faiz oranları üzerindeki baskının kaldırılması, sermaye hesabının liberalleştirilmesi, sermaye hareketlerini kısıtlayıcı engellerin kaldırılması, ülke mevzuatlarının sermaye transferine imkan tanıyacak şekilde uyumlaştırılması vb. politikalar çeşitli ülkeler tarafından uygulamaya konuldu.

1970’li yılların sonu 1980’li yılların başında çevre ülkelerinin birbiri ardına borç ödeyemez hale gelmeleri uluslararası bankaları zor duruma düşürmüştü ve bu kaynaktan çevreye aktarılan fonlar iyice azalmıştı. Bu trend devam ederse çevrenin ihracatını çok aşan ithalatı azalacak demektir. Oysa uluslararası piyasalarda fon

bolluğu yaşıyordu ve bunlara karlı plasman alanı yaratmak gerekiyordu. Rizikoyu sermaye için azaltan, karlılığı artıran yeni bir düzenleme, bu ülkelerin para ve sermaye piyasalarının geliştirilmesi ve küreselleşmesi yoluyla olabilirdi. Paraların konvertibl olması ve cari işlemlerin yanı sıra bütün sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi bu bağlamda ortaya çıktı. Böylece orta gelirli ülkeler sadece dolaysız yatırımlara değil akışkan fonlar biçiminde hareket eden “finans kapital”e de tam olarak açıldı. Ekonomi politikasının iki temel fiyatı, faiz haddi ve döviz kuru, kamu denetiminden arındırıldı, merkez sermayesinin etkisine sokuldu (Kazgan, 2002:129).

ABD 1980’de Mevduat Kurumları Deregülasyon Ve Parasal Kontrol Yasası (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act) ve 1982’de Garn-St German Mevduat kurumları yasası (Garn-St German Depository Institution Act) ile finansal deregülasyon sürecini başlattı (Karabulut, 2003:77). Bu iki yasa finansal sisteme çok geniş özgürlükler getirse de ABD’deki finansal deregülasyonun sadece başlangıcıdır (Akbulut, 2002:45). ABD finansal liberalizasyonu sadece kendi ülkesinde gerçekleştirmekle yetinmeyip süreci diğer önemli finansal piyasalara da empoze etmiştir. Örneğin 1984’te Japonya ile bu yönde bir anlaşma gerçekleştirmiştir. Bu anlaşmaya göre Japonya ile mali ilişkilerinin devamını bu ülkenin finansal liberalizasyonu gerçekleştirmesine bağlamıştır. Bu anlaşmanın ardından Japonya 1984-1987 arası dönemde finansal deregülasyonu hızla gerçekleştirmiştir (Karabulut, 2003:77).

İngiltere ise 26 Ekim 1986’da yürürlüğe koyduğu, “Big Bang” olarak da bilinen kararlarıyla Londra Borsası’nı uluslararası işlemlere açmış, broker ile aracı kurum arasındaki ayırımları kaldırmış, yabancı bankaların İngiliz aracı kurumlarının tamamına sahip olabilmesine imkan tanımıştır (Bilir, 2006:30).

Hindistan genel liberalleştirme programının bir aşaması olarak 1991-92 krizlerinden sonra faiz oranlarını aşamalı olarak liberalize etmeye başladı. Endonezya ise 1981’de petrol gelirlerindeki düşüşten sonra vergi reformu yaparak faiz oranlarını liberalize etti. 1980’lerin ortalarında Latin Amerika’da Ekvator,

Meksika, Uruguay gibi ülkeler borç krizinin öncülük ettiği enflasyon, şiddetli mali açıklar ve kesilen dış finansmandan sonra ulusal kaynak hareketliliğini sağlamak için faiz oranlarını liberalize ettiler (Caprio, Hanson, Honohan, 2000:6).

1980'lerin ortalarından itibaren yükselen küresel finansal dalga sermayenin kazanç alanını genişletmiştir. Bu bağlamda sermayenin yeni kazanç alanı daha çok çevre ülke ekonomileri olmuştur. Çevre ülkeler dayatılan yapısal uyum programları liberalizasyon, deregülasyon ile uluslararası mal ve sermayeye karşı geliştirdikleri politik araçlar zayıflatılmış; bu ekonomilerin uluslararasılaştırılması hedeflenmiştir. Finansal küreselleşmenin spekülasyon amaçlı sermaye akımları yoğunlaşmıştır. Merkez ülkelerden bu ülkelere yönelen sermaye akımları bazı ülkelerde yüksek büyüme oranlarını gerçekleştirmişse de kalıcı olmamış; aksine bu ülkelerin ekonomilerini kırılganlaştırmış ve "kriz üretir" yapısını oluşturmuştur (Bakırtaş ve Karbuz, 2004:98).

Finansal liberalizasyonla beraber dünya çapında artan sermaye hareketlerinin ülkeler üzerindeki etkileri farklı olmuştur. Aslında bu farklılık ülkelerin uluslararası sermayeye ve dolayısıyla finansal küreselleşmeye eklemlenme dozlarındaki farklılıktan kaynaklanmıştır.

1970'li yılların ortalarından itibaren Arjantin de finansal serbestleşme sürecine girmiştir. Arjantin'i Şili takip etti. 80'li yıllarda Tayvan ve Güney Kore'nin finans yetkilileri finans sektörüne uyguladıkları düzenleyici kontroller kısmi olarak kaldırdılar. Latin Amerika ve Güneydoğu Asya'daki uygulamalar ise oldukça farklıydı. Dolayısıyla çok da farklı sonuçlara ulaştılar. Özellikle Latin Amerika'daki deneyimlerin ışığında finansal serbestleşme kavramının içeriği zenginleşti. Latin Amerika ülkelerinde Şili'de olduğu gibi tam bir serbestleşme söz konusuysen Güneydoğu Asya ülkelerinde Güney Kore yada Tayvan'da olduğu gibi uygulama oldukça temkinliydi (Venet, 2003:68).

Ülkeden ülkeye değişmekle birlikte genel olarak Latin Amerika ülkelerinde yapılan finansal reformlar, faiz oranlarının serbest bırakılmasını, kredi tahsis

politikalarının terk edilmesini, mevduat munzam karşılık oranlarının düşürülerek bütün finansal kurumlar için uyumlu hale getirilmesini, sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasını, yerli ve yabancı bankaların finansal piyasalara girmesini engelleyen yasaların kaldırılmasını ve etkin bir denetim mekanizması geliştirilmesini hedef almaktaydı. Latin Amerika ülkelerinin arasından özellikle Arjantin, Şili ve Uruguay yukarıda belirtilen reformları büyük bir hızla gerçekleştirmişlerdir (Altunoğlu ve Güloğlu, 2002:6). Finansal liberalizasyon Latin Amerika ülkelerinde diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha hızlı olarak uygulamaya konulmuştur. Ancak, bu ülkeler yaşadıkları ekonomik sorunlar (1980'lerin başında Şili ve Arjantin'de görülen krizler) sonucu reformlardan vazgeçerek çeşitli kontrollerin uygulanmasına yeniden başlamışlardır (Kar ve Taş, 2003:164). Latin Amerika'daki finansal serbestleşmenin gözle görülür bir başarısızlıkla sonuçlandığı söylenebilir (Venet, 2003:68).

1980 ve 1990 yıllarındaki Latin Amerika'daki krizlerden farklı olarak, 1994-1995 yıllarındaki Meksika ve 1997-1998 yıllarındaki Güney Asya krizi makroekonomik istikrarın nispeten sağlandığı bir ortamda ortaya çıkmıştır. Her iki ülkenin ekonomik durumu, gelişmekte olan birçok ülkeye örnek teşkil edebilecek kadar sağlıklı gözükmekteydi. Bir başka deyişle gerek Meksika'da, gerekse beş Güney Doğu Asya ülkesinde (Endonezya, Güney Kore, Filipinler, Malezya, Tayland) diğer ülkelere göre görülen devasa bütçe açıkları mevcut değildi ve enflasyon oranı düşüktü (Altunoğlu ve Güloğlu, 2002:8).

Meksika 1988'de IMF denetiminde bir dezenflasyon politikasını devreye soktu. Bu dezenflasyon politikası reel faizleri artırdığı için ülkeye sermaye girişi hızlanmış, rezervler artmış, ulusal para değerlenmişti. Hızla artan cari işlemler açığı kolay finanse edildiği için sermaye girişi özendirildi. Bununla beraber 1994 yılında ABD uygulamaya koyduğu sıkı para politikası çerçevesinde faiz artırımında bulununca Meksika'ya giren yabancı sermaye miktarı azalmaya başladı. Ayrıca 1994'ün Meksika'da seçim yılı olması nedeniyle gevşeyen mali yapı politik istikrarsızlıkla birleşince sermaye çıkışları hızla arttı ve rezervler eridi. NAFTA'nın kabul edilmesi sırasında Meksika ekonomisi bir finansal krize doğru ilerliyor ve

1929 Büyük Depresyonu'ndan bu yana görülmüş en büyük durgunluğa giriyordu (Buturak ve Yeldan, 2004:87). Sonuçta Ekim 1994'te Peso dalgalanmaya bırakıldı, borsa çöktü ve faiz oranları yükseldi. Meksika krizi yayılma etkisi yarattı (Tekila Etkisi). Krizin yansımaları en şiddetli olarak Arjantin ve Brezilya'da hissedildi. ABD'deki bankalar krizin ardından bu ülkelerde yatırımlarını azalttılar. Arjantin'de 1991'den itibaren para kuruluna dayalı bir istikrar politikası uygulanıyordu. Bu politika gereği ülke içindeki para miktarı ancak ülkeye giren döviz miktarına bağlı olarak artırılabilirdiğinden ve bu durumda girişler de azaldığından faiz oranları aşırı şekilde arttı ve ülke resesyona girdi (Yay ve Yay, Yılmaz, 2001:34) .

Asya krizinde ise krizden hemen önceki yıllarda Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland yoğun olarak sermaye akımına uğramışlardır. Yoğun sermaye girişleri özellikle de kısa dönemli sermaye hareketleri düzensiz finansal serbestleşmeye atfedilebilir. Dışa açılma süreci, öncelikli sektörler verilen izinlerle başlamış, bu da kısa dönemli sermaye hareketlerinin artmasına neden olmuştur. Yerleşik olmayanların borsada menkul kıymet alımlarına ve doğrudan yatırımlarına önemli sınırlamalar getirilmiş (özellikle Güney Kore de) ancak finansal serbestleşme yurtdışından kısa dönem borçlanma imkanlarını artırmıştır (Altunoğlu ve Güloğlu, 2002:11). Bütün olumlu görünen iç ve dış faktörlere rağmen önce Tayland'da başlayan ikiz kriz (twin crises) hızla bölgedeki diğer ülkelere, özellikle de diğer Asya ülkelerine yayıldı (Yay ve Yay, Yılmaz, 2001:35).

Güney Afrika'da hızlı finansal reform tercih edildi. Nitekim 1980'de kredi tavanları ve faiz oranı kontrolleri terk edildi ve 1983'ten sonra bankacılıkta daha fazla rekabete izin verildi. Fakat geniş çaplı ekonomik yaptırımların konulmasının arkasından sermaye kaçışına tepki olarak sermaye kontrolleri daraltıldı. Mısır da 1991'de hızlı bir finansal sektör reform programı yürürlüğe koydu (Williamson ve Mahar, 1998:45).

Sonuç olarak finansal liberalizasyon yaşayan ülkeler döviz kurlarında ani dalgalanmalar ve ani sermaye çıkışlarının yaşandığı krizlere maruz kalmışlardır. Meksika (1994), Güney Doğu Asya Ülkeleri (1997), Rusya (1998), Brezilya (1999),

Türkiye (1994 ve 2000-2001) ve Arjantin (2001) bu tip krizleri yaşayan ülkeler arasında sayılmaktadır (Kar ve Kara, 2004:77). İzleyen bölümde finansal liberalizasyon uygulamalarının sonuçlarına ilişkin değerlendirmelere yer verilmiştir.

1.1.5.1. Finansal Liberalizasyon Uygulamalarının Olumlu Sonuçları

Klasik anlamda finansal liberalizasyon teorisinin savunucularının finansal liberalizasyondan beklediklerinin başında yüksek oranlı büyüme gelmektedir. Finansal liberalizasyon çerçevesinde faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla birlikte ekonomide tasarruflar artar ve kişiler gelirlerinin büyük kısmını finansal aktif biçiminde tutmaya başlarlar. Finansal aktif stokunun artması likidite ihtiyacının azalmasına yol açar ve yatırımlar için gerekli kredilerin bulunmasını kolaylaştırır. Faiz oranlarının atması önce müteşebbislerin yatırım talebini bir miktar olumsuz etkilese de, ilerleyen dönemde ekonomide ödünç verilebilir fonların miktarı artacağından yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme artar. Bununla beraber finansal serbestleşmeyle birlikte yatırımların finansmanı için iç ve dış kredi bulma olanakları artar. Mevcut bankacılık sistemi, yatırılabılır kaynakların sadece bir kısmını yatırıma dönüştürse bile tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde büyük rol oynar. Finansal araçlar gerçekleşme ihtimali yüksek yatırım projelerini bulup finanse ettiği sürece bankacılık sisteminin gelişmesi ve rekabetin artmasıyla birlikte çoğalan ve daha verimli hale gelen aracı kurum faaliyetleri getirisi çok yüksek projelerin fonlanmasını sağlar. Sonuçta yatırımların ortalama verimliliği ve yatırım hacmi artarak ekonomik büyüme hızlanır (Afşar, 2004:69).

Finansal liberalizasyonla büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu söyleyen Eichengreen'e göre de finansal baskı politikaları büyüme önündeki en büyük engellerden biridir. Modern refah iktisadının en temel yaklaşımına göre ekonomik birimlerin çıkar maksimizasyonu kolektif çıkarın maksimize olmasına yol açar, yada daha basitçe bu önermeyi piyasalar kaynak tahsisini toplumsal olarak arzu edilir şekilde gerçekleştirir diye yorumlayabiliriz. Piyasalar mükemmel çalışmadığı dönemlerde bile Latin Amerika'da 1950 ve 1960'lı yılların ithal ikameci dönemleri yada Sovyetler Birliği'nin merkezi planlama dönemleriyle karşılaştırıldığında ağır

bürokratik kontrollü örneklerden daha iyi sonuç verdi. Piyasa için geçerli bu argümanı finansal sisteme uyarlamamak için hiçbir neden yoktur. Aslında Dünya Bankası çalışmalarında sürekli gösterildiği gibi daha gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkeler hızlı büyümektedirler. Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal baskı politikaları ve Doğu Bloğu ülkelerinde finansal işlemlerdeki kamu tekellerini açıkça gösterdi ki finansal piyasaları bastırmak büyümeyi tehlikeye atabilir (Eichengreen, 1998:3).

Levine'e göre finansal entegrasyonun büyüme üzerinde ciddi etkisi vardır. Uluslar arası portföy yatırımlarının üzerindeki kısıtların liberalizasyonu hisse senedi piyasalarının likiditesini artırıcı etki yaratacaktır. Sonra hisse senedi piyasaları likiditesinin genişlemesi her şeyden önce verimlilik artışını yükselterek ekonomik büyümeye yol açacaktır. İkinci olarak daha fazla yabancı banka bulunmasına izin vermek ulusal bankacılık sisteminin etkinliğini artıracaktır. Bunu takiben daha iyi bankacılık öncelikle verimlilik artışını hızlandırarak ekonomik büyümenin güdüleyicisi olacaktır. Bu yüzden uluslararası finansal entegrasyon uzun dönem verimlilik artışı için olumlu zincirleme etkiler yaratarak ulusal finansal sistemdeki gelişmeleri cesaretlendireceğinden ekonomik gelişmenin büyümesine yardımcı olabilir (Levine, 2001:700).

Williamson ve Mahar'a göre yakın zamanlarda yapılan bazı incelemelerde finansal gelişmenin ekonomik büyümeye katkı yaptığı sonucuna ulaşılmıştır. Yatay kesit ülke incelemesi analizini kullanarak Robert King ve Ross Levine (1993) daha yüksek bir finansal gelişme ile daha hızlı cari ve gelecek ekonomik büyüme düzeyleri, fiziksel sermaye birikimi ve ekonomik etkinlik arasında önemli, sağlam ve pozitif bir korelasyon bulmuşlardır. Alan Gelb (1992) 1965-85 arası dönem için 34 ülkede reel faiz oranları ve büyüme arasında pozitif bir korelasyon bulmuştur. Jose de Gregorio ve Pablo Guidotti (1992) 1960-85 dönemi arasında 98 ülke için özel sektöre yönelik kredilerle büyüme arasında pozitif bir korelasyon bulunurken 1950-85 arası dönemde 12 Latin Amerika ülkesi için yaptıkları regresyonlar, kredilerin büyümeyle önemli bir şekilde negatif korelasyon sergilediğini göstermiştir. Woo Jung (1986) finansal sektör büyümesi ve ekonomik gelişme arasındaki nedenselliğin

iki yönde işlediği (finansal gelişmeden büyümeye biraz daha fazla olmakla birlikte) sonucuna ulaşmıştır (Williamson ve Mahar, 1998:82).

Bazı yazarlar da finansal liberalizasyon ve büyüme arasındaki ilişkinin uzun dönemde ortaya çıkacağını, kısa dönemli dalgalanmaların kalıcı etkiler yaratmadığını, dolayısıyla liberalizasyonun büyümeye katkısının olumlu olduğu iddia etmekte. Ranciere, Tornel ve Westerman'a (2006) göre finansal liberalizasyon finansal kırılganlığa ve geçici finansal krizlere neden olabilir. Fakat bununla beraber finansal liberalizasyon uzun dönem büyümeyi hızlandıracaktır. Krizlerin maliyetli ve sert daraltıcı etkileri olsa bile bunlar geçici etkilerdir. Bu yüzden uzun dönemde daha fazla finansal derinlik ve yatırımın büyüme yanlı etkileri finansal kırılganlıktan ve krizlerin daha sık tekrarlanan etkilerinden daha önemlidir (Ranciere, Tornell, Westerman, 2006:13). Kaminsky ve Schmuckler'de gelişmiş ve yükselen piyasaları dahil ettikleri analizlerinde gelişmiş ekonomiler için finansal liberalizasyonun kısa dönemde bir takım dalgalanmalar yaşansa bile uzun dönemde bu dalgalanmaların ortadan kalktığını ve ekonominin istikrarlı büyüme sürecine girdiğini belirtmiştir (Kaminsky ve Schmuckler, 2003:37).

Finansal liberalizasyon teorisinin diğer iddiası ise finansal liberalizasyon ve artan sermaye hareketlerinin ülkelerin finansal derinliğine katkıda bulunacağıdır. Williamson ve Mahar'a göre liberalizasyonun finansal derinliğe yol açacağı ve daha etkili bir yatırım dağılımını hızlandıracağı şeklindeki iddialar için çok fazla kanıt vardır (Williamson ve Mahar, 1998:14). Klein ve Olivei (2005)'te yayınladıkları 1976-1995 yılları arasını kapsayan çalışmalarında sermaye hesabı açıklığının gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki finansal derinlik ve ekonomik büyümeye olan etkisini incelemişlerdir. Onlara göre sermaye hesabı açıklığı ülkelerin hemen hepsinde sermaye kısıtı uygulayan ülkelere göre daha fazla finansal derinlik sağlamıştır. Bununla beraber bu etkinin gelişmiş ülkelerde daha fazla belirgin olduğu da belirtilmektedir (Klein ve Olivei, 2005:18).

Kenen (1976) ise sermaye hareketlerinin liberalleşmesiyle finansal sektördeki monopol gücünün zayıflayabileceğini dile getirmektedir. Monopol gücünün kırılması

paraya çevrilebilir menkul değerlerin artmasına ve borçlanma maliyetlerinin düşmesine yol açarak, kredi talebinde bulunanlarla kredi arzında bulunanların daha uygun koşullarda işlem yapmasını sağlayacaktır. Finansal hizmetlerin derinleşmesi anlamına gelen bu süreçte iktisadi aktörlerin gelirleri artabilecektir (Peker, 2005:32).

1.1.5.2. Finansal Liberalizasyon Uygulamalarının Olumsuz Sonuçları

Finansal liberalizasyona olumsuz yaklaşan görüşler genelde liberalizasyon politikalarının ülkeleri istikrarsızlık ve krize götüren etkilerine ağırlık vermektedirler. Bu görüşlere göre kuralsız, acele ve yüksek dozlu uygulanan finansal liberalizasyon politikaları krizlerin temel sebebidir.

Sermaye ve faiz kontrollerinin kaldırılması, döviz kurlarının serbest bırakılması gibi deregülasyon politikalarının hem faiz oranlarının değişkenliğini hem de sermaye akımlarının ülkeye giriş ve çıkışını (miktar ve hızını) artırarak, banka ve diğer finansal kurumların kriz ve panik yaşama olasılığını artıracığı endişesi oldukça yaygındır. Merrick ve Saunders'e (1995) göre deregülasyon ile bankacılık sistemi istikrarsızlığı arasında bir paralellik vardır. Örneğin bir çok ülkede 1980'ler de artan finansal deregülasyonlarla birlikte finansal istikrarsızlık düzeyinde artış gözlenmiştir (Yay ve Yay, Yılmaz, 2001:76). Finansal liberalizasyon sonucunda spekülasyon sermaye hareketlerine açılan bir ekonominin temel ikilemi bir yandan makro-finansal dengenin sağlanması için reel faiz haddini, ulusal paranın yabancı dövizler karşısındaki aşınma haddinin üstünde tutma gerekliliği, diğer yandan da dövizde ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucu dış ticarete açık üretici sektörlerin gerilemesi olgusudur. Yüksek reel faiz-aşırı değerli ulusal para politikasına sıkışan ulusal ekonomide kullanılabilir fonlar sabit yatırımlara yönelmek yerine tüketim ve ithalat patlamasına dönüşmekte ve cari işlemler açığını tehlikeli biçimde yükseltmektedir (Yeldan, 2004:136).

1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizlerin belki de en temel sebebi sermaye hareketlerinde yaşanan sınırsız serbestleşmedir. 1990'lı yıllardan itibaren yoğunlaşan küreselleşme çabaları, sermaye hareketlerinin geleneksel (doğrudan yatırım)

işlevlerinin değişmesine neden olmuştur. Kısa vadeli spekülâtif bir hal alan sermaye hareketleri, resmi kanallardan özel kanallara inerek ülke ekonomileri üzerinde son derece büyük oynaklıklara neden olmaktadır (Eren ve Süslü, 2001:5).

Finansal liberalizasyona ihtiyatlı yaklaşan Reinhart ve Tokatlidis liberalizasyonun risksiz olmayacağını belirtmişlerdir. McKinnon ve Pill (1999)'in çalışmalarını buna örnektir. McKinnon ve Pill liberalizasyonun aşırı borçlanma yarışına neden olabileceği bir yapı sunmuşlardır. Bu aşırı borçlanma sendromu, sermaye hesabı serbestisi yurt içi liberalizasyonla birleştiğinde büyüyebilir. Ayrıca borçlanma seviyesi yabancı para cinsinden artarsa bu ülkedeki kırılğanlığı ve döviz kuru dalgalanmasını yükseltecektir. Kaminsky ve Reinhart (1999)'da banka krizlerinin sık sık finansal liberalizasyondan önce geldiğini vurgulamaktadırlar. Aslında liberalizasyon süreci krizlerin tahmininde yardımcı olmaktadır (Reinhart ve Tokatlidis, 2005:3). Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998)'de serbestleşmiş ekonomilerde bankacılık krizleri olasılığının daha yüksek olduğunu, ancak kurumsal yapının güçlü olması durumunda finansal serbestleşmenin kırılğanlık yaratma etkisinin zayıfladığını bulmuştur (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1998:33).

Bu süreçte önemli bir diğer gelişme de globalleşen finansal piyasaların beraberinde getirdikleri sorunları da globalleştirmeleridir: global finansal piyasalar, 1971'de çökerken Bretton-Woods sistemi sonrası oluşan yüksek faiz ve döviz kuru değişkenliği (volatilitesi) teknolojinin verdiği imkanlarla hızlı bir şekilde ülke değiştiren yüksek miktarlarda sermaye hareketleri ve daha liberal bankacılık sistemiyle ülkeleri dışsal şoklara daha açık hale getirmiştir. 1974 yılında Almanya'da Herstatt Bankasının iflası, 1982 yılında uluslararası bankacılık sisteminin gelişmekte olan ülkelere verdikleri kredilerin geri ödenmemesiyle oluşan finansal kriz, 1994'te Meksika'da başlayan Peso kriziyle "tekila etkisi" de denilen özellikle Arjantin ve Brezilya'ya yayılan finansal kriz, 1997'de Uzak Doğu'da aktif fiyatlarının hızlı düşüşü ve büyük devalüasyonlarla başlayan finansal krizin diğer ülkelere de hızlı bir şekilde yayılması ve nihayetinde Rusya ve Türkiye krizleri küresel finansal krizleri önleyici ve koruyucu mekanizmalar içeren güvenlik ağları düzenlemelerinin

yapılması gerektiği düşüncesinin yaygınlaşmasına neden olmuştur (Yay ve Yay, Yılmaz, 2001:85).

Başlangıçta liberalizasyonu desteklemek için geliştirilen liberalizasyonun tasarrufları artırdığı önermesini destekleyen çok az kanıt vardır. Finansal liberalizasyon sonrasında tasarruf oranlarının fiili olarak azalabileceğine yönelik kanıtlara ilaveten finansal liberalizasyonun bir tüketim patlamasına yol açtığı birkaç örnek de bulunmaktadır. Finansal liberalizasyonun 1980'lerin sonlarında İngiltere'de yaşanan tüketim patlamasına katkı yaptığına dair üç ayrı inceleme bulunmaktadır (Lopez ve Mejia 1991; Mayoumi 1993; Darby ve Ireland 1994). Benzer bir şekilde Meksika ve Tayland'da finansal liberalizasyon sonrasında tüketici kredilerinde büyük artışlar yaşanmıştır. Meksika bankaları, kredi kartlarını ve özelleştirme sonrasında ipotekler ve otomobil satışlarına yönelik kredileri hızlı bir şekilde genişletmişlerdir. Araba satın alımlarına yönlendirilen Tay kredilerinin 1997 krizinden önce Bangkok'un Mercedes Benz otomobilleri için Almanya dışındaki en büyük pazar olmasına katkısı büyüktür. Dolayısıyla kanıtlar finansal liberalizasyonun tasarrufları artıracığı şeklindeki orijinal McKinnon-Shaw önermesini desteklememektedir (Williamson ve Mahar, 1998:90).

Ayrıca finansal liberalizasyonun reel sektör üzerinde de olumsuz etkileri vardır. Finansal liberalizasyon sonucu aşırı sermaye girişine bağlı olarak yerli paranın değer kazanması ihracatçı sektörlerin rekabet gücü ve dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etki yarattığı gibi ekonomiyi ithalata bağımlı hale getirmekte, bunun sonucunda özellikle dışa açık bir sektör olan imalat sanayii olumsuz etkilenerek uluslararası rekabet gücü azalmaktadır. Ayrıca, aşırı sermaye girişi ile bir süre sonra artan kamu açığı ve cari açık nedeniyle devalüasyon beklentisi içine girilmesi sermaye kaçışına neden olduğu gibi, doğrudan yatırımlara yönelik sermaye girişinin de olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır (Durusoy, 2000:3).

Finansal liberalizasyon uygulamaları sonucunda ortaya çıkan krizlerin etkilerinin toplumun yoksul kesimlerinde daha şiddetli hissedildiği bilinen bir gerçektir. Krizlerin iş kaybı ve talep düşüşü ile birlikte gelirden azalma, göreceli

fiyatlardaki değişme nedeniyle gelir dağılımında bozulma, yerel paranın değerinin azalması ile ticareti yapılamayan malların fiyatlarında ve bu malları üretenlerin gelirinde azalma ve faiz oranlarındaki artış ile tasarruf sahiplerinin gelirlerinde artışa rağmen borç alanları yükünün artması gibi sonuçları olmaktadır. Krizleri takiben çoğunlukla uygulanan sıkı maliye politikası sosyal programlarda kesintilere sebep olabilmektedir. Finansal serbestleşmenin yoksulluk üzerinde bir diğer etkisi, serbestleşmenin işgücünün pazarlık gücünü ve dolayısıyla milli gelirden aldığı payı değiştirme aracılığıyla kendini gösterebilir (Caner, 2007:11-12).

1.1.5.2.1. Finansal Liberalizasyonun Olumsuz Sonuçlarına Karşı Önerilen Politikalar

Finansal liberalizasyonun olumsuz sonuçlarını önlemeye yönelik politikalar; finansal liberalizasyona aşamalı geçişi öneren politikalar ve sermaye hareketleri kontrolü öneren politikalar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

1.1.5.2.1.1. Finansal Liberalizasyona Aşamalı Geçişi Öneren Politikalar

Finansal liberalizasyon politikalarını hayata geçiren ülkelerin ve hatta ülke gruplarının liberalizasyon sürecini takiben şiddetli ve yüksek maliyetli krizler yaşamaları liberalizasyon teorisine duyulan şüpheleri artırdı. Özellikle Arjantin ve Şili'deki krizin ardından reformların başarısızlığını reform programlarının yanlış sıralanması açısından açıklamaya çalışan bir literatür geliştirdi. Geleneksel görüş yurt içi finansal sistem deregülasyona tabi olmadan önce reel sektör reformlarını tamamlama, ölçülü denetimin olduğu sağlam bir sistem geliştirme ve makro ekonomik ortama istikrar kazandırmanın gerekliliğini öne sürmeye başladı. Bu temel oluşturulduktan sonra politika yapıcılara rekabetin aşırı faiz oranlarını önleyeceği ve kredileri (etkin bir şekilde) dağıtacağına güvenilerek piyasaya dayalı faiz oranlarını yürürlüğe koymaları ve krediler üzerindeki kontrolleri kaldırmaları önerildi. Bir çok ekonomist sermaye hesabı liberalizasyonunun, sürecin sonuna konulmasını tavsiye etmekteydi (Williamson ve Mahar,1998:47).

Bu konuda görüş ileri süren Edwards'a göre de bir istikrar programında ödemeler dengesinin, sermaye ve cari hesaplarının liberalizasyonundaki sıralama, öncelikle, dış ticaret reformunun tamamlanması ve daha sonra sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi şeklindedir. Öncelikle sermaye hesabının serbestleştirilmesinin istikrarsızlaştırıcı sermaye akışlarına ve çok fazla dalgalanan reel döviz kuru hareketlerine yol açtığı ileri sürülmektedir. Bu nedenle dış ticaret ve diğer cari işlemler reformu tamamlandıktan ve ekonominin buna uyum sağlamasından sonra sermaye hesabının serbestleşmesine ve açılmasına geçilmesi daha yararlı bulunmaktadır (Uludağ ve Arıcan, 1999:415).

Bununla beraber yazında doğru sıralamanın nasıl yapılacağı konusunda tam bir görüş birliğinin bulunduğunu söylemek zordur. Ancak çoğunlukla kabul edilen görüşe göre ulusal ekonomilerin dış dünya ile ilişkisinde varolan kısıtlamalarından kaldırılmasından önce yurtiçi çarpıklıkların giderilmesi gerektiğine işaret edilmiştir. Dolayısıyla eğer ekonomik dengesizlikler düzeltilmeden liberalizasyon politikaları uygulanırsa beklenen faydayı elde etmek zorlaşır (Peker, 2005:33).

Pek çok ülkede yaşanan krizler sonucunda finansal liberalizasyonla ilgili görüşlerini yenileyen ve aşamalı geçişin daha uygun olacağını söyleyenler arasında İMF ve Dünya Bankası da bulunmaktadır. Şöyle ki Dünya bankası 1989 yılındaki raporunda finansal ekonomiyi büyüyen bir ekonominin temel taşı olarak görürken 1993 yılındaki raporunda hükümetin piyasaya müdahalesinin daha büyük bir büyümeyi sağlayabileceği vurgulanmaktadır (Artan, 2007:76). IMF'ye göre de olgunlaşmış koşullar sağlanmadan ödemeler dengesindeki sermaye hesaplarında yapılan erken (veya zamanından önce) serbestleşmenin (premature liberalization) yerel sermaye piyasalarında düzensizliklere ve kaynak tahsisinde etkinsizliğe yol açacağı, gevşek maliye politikaları uygulanması durumunda da finansal entegrasyonun riski artıracacağı, bu bağlamda aşırı bir borç birikiminin ortaya çıkacağı vurgulanmıştır (Sönmez, 2004:57). Benzer şekilde McKinnon (1991)'da bir ülkede finansal liberalizasyonun sağlıklı bir şekilde gerçekleştirilebilmesini istikrarlı bir makro ekonomik yapıya ve bankacılık sisteminde etkin bir denetim ve gözetim sisteminin kurulmasına bağlı olduğu vurgulanmıştır. McKinnon (1991)'a göre

finansal liberalizasyon kamusal malların özelleştirilmesini de içeren reel sektördeki reformlardan, bütçe açıklarının kapatılmasından ve enflasyonun kontrol altına alınmasından sonra uygulamaya konulmalıdır. Dolayısıyla McKinnon (1991) ve taraftarları günümüzde gelişmekte olan ülkelerde aşamalı olarak finansal liberalizasyonun gerçekleştirilmesini tavsiye etmektedirler (Artan, 2007:76).

Bernhard Fischer ve Helmut Reisen sermaye akımlarını; ülke içine/ülke dışına yönelik akımlar, uzun vadeli/kısa vadeli akımlar ve banka/ banka dışı akımlar şeklinde kısımlara ayırmaktadır. Bu yazarlar, uzun vadeli, içe yönelik ve ticaretle bağlantılı akımlar üzerindeki sermaye kontrollerinin bir an önce serbestleştirilmesini önermektedirler. Kısa ve uzun vadeli sermaye çıkışları üzerindeki kontroller kaldırılmadan önce; yurtiçi faiz oranlarının deregüle edilmesi, kamu maliyesinin etkinleştirilmesi ve batık kredi problemlerinin çözülmesi gerekmektedir. Ayrıca yazarlar, bankacılık sektöründe yeterli bir rekabet düzeyi oluşturulup, sağlam bir bankacılık düzenleme ve denetleme sistemi kuruluncaya kadar kısa vadeli sermaye girişlerinin liberalize edilmesinin doğru olmayacağını belirtmektedirler (Williamson ve Mahar, 1998:57).

Sonuç olarak finansal liberalizasyon aşamalarıyla ilgili şöyle bir sıralama yapabiliriz (Williamson ve Mahar,1998:59):

- Sermaye kontrolleri kaldırılmadan en az iki yıl önce ticari liberalizasyonun başlatılması,
- Kontrollerin kaldırılmasına kadar olan üç yıl içinde ortalama mali açığın GSYİH'nin yüzde 5'inden az olması,
- Deregülasyondan en az iki yıl önce yurt içi finansal liberalizasyonun başlatılması,
- Deregülasyondan en az iki yıl önce yerli ve yabancı bankaların bankacılık sektörüne girişlerinin serbestleştirilmesi,
- Bankacılık sektöründe kamu mülkiyetinin deregülasyondan en az iki yıl önce yüzde 40'ın altına düşürülmesi,
- Piyasa esaslı bir finansal sisteme göre uyarlanmış ölçülü bir düzenleme ve denetleme sisteminin oluşturulması.

1.1.5.2.1.2. Sermaye Hareketleri Kontrollerini Öneren Politikalar

Finansal deregülasyona karşı eleştirilerin artması üzerine IMF kısa süre önce bu konuyla ilgili bir çalışma yapmış ancak finansal serbestleştirme ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulmakta başarılı olamamıştır (Prasad, Rogoff, Wei ve Köse, 2003). Mevcut bulgular gerçekten de sermaye hesabı serbestleştirilmesi ile krizlere karşı savunmasızlığın artışı arasında bir birlikteliğe işaret etmektedir. Bu sebeple ana akım iktisat serbest sermaye hareketlerini dayanaksız bir şekilde desteklemekten uzaklaşmaya başlamıştır (McKinley, 2005:261).

Sermaye kontrolleri yerleşik ve yerleşik olmayanların aktif yada yükümlülükleri alıp satmalarına ilişkin düzenleme ve vergileri ifade eder. Sermaye kontrollerinin klasik gerekçesi zayıf ödemeler dengesine sahip ülkelerde sermaye çıkışlarını önlemektir. Ayrıca para ve döviz kuru politikalarında otonomi sağlamak, asimetrik bilgi problemi ve sermaye piyasalarındaki sürü davranışından kaynaklanan makroekonomik sorunları çözmek, finansal risklerden korunmak, hükümetlerin optimal müdahale derecesini belirlemek vb. gibi argümanlar da yine sermaye kontrolü için öne sürülmektedir (Yay, 2003:23-24). Bununla beraber Epstein, Grabel ve K.S (2004) sermaye yönetim teknikleri kullanmanın olası sekiz yararından bahseder: Birincisi sermaye yönetim tekniklerinin genel finansal ve parasal istikrarı güçlendirebileceği, makro ve mikro ekonomik politikayı pekiştirebileceği ve yatırımlara uzun vadeye doğru bir eğilim getirebileceğidir. İkincisi, sermaye yönetim tekniklerinin en yüksek etkiyi güçlü makroekonomik temellerin var olduğu durumlarda yapacağıdır; ancak yönetim teknikleri de temelleri iyileştirebilmektedir. Üçüncü olarak, sermaye yönetim tekniklerinin etkin ve dinamik bir şekilde uygulanması politika başarısının önemli bir bileşenidir. Dördüncüsü uluslararası sermaye akımları üzerindeki denetimler ve ihtiyati dahili finansal düzenlemeler, çoğu kere tamamlayıcı politika araçları olarak işlev görmekte ve bu araçlar uzun dönemde politika yapıcılarına faydalı olabilmektedir. Beşincisi, devlet kapasitesi ve idari kapasite sermaye yönetim tekniklerinin başarısında önemli roller oynayabilmektedir. Altıncısı, sermaye yönetim tekniklerinin makroekonomik faydaları onların çoğu kere emareleri çok sınırlı olan mikroekonomik maliyetlerine ağır basmaktadır. Yedinci

olarak, sermaye yönetim teknikleri ulusal bir kalkınma vizyonu ile tutarlı ve ahenkli olduklarında en iyi şekilde işlev görmektedirler. Ve sekizinci olarak bütün gelişmekte olan ülkeler için en iyi olduğu söylenebilecek tek bir sermaye yönetim tekniği yoktur (Epsitein, Grabel, K.S, 2004:156).

Geleneksel görüş makro ekonomik istikrar kurulup, reel reformlar tamamlanıp ve bir denetleme sistemi oluşturulduktan hemen sonra ülkelerin faiz oranlarını ve kredi akımlarını liberalize etmeleri gerekliliğine yönelik vurgusunu devam ettirirken başka koşulların da gerekliliğini öne süren gizli fakat belirgin bir eğilim gelişti. Özellikle Stiglitz (1994) finansal piyasalardaki piyasa başarısızlıklarının politik yansımalarını etkili bir şekilde incelediği çalışmasında bankaların “iflas etmeyecek kadar büyük” olmalarının sağladığı gizli sübvansiyonu kullanmalarını önlemek ve mevduat toplamak için rekabet etmek suretiyle varlığını sürdürmek için büyük risk alma olasılığına karşı koruma sağlamak için mevduat faiz oranlarının hazine bonosu faiz oranlarına bağlanması gerektiği sonucuna ulaşmaktadır (Williamson ve Mahar,1998:57).

Sıcak para girişinin ekonomileri sürüklediği istikrarsızlık ve kriz ortamı bir çok iktisatçının finansal serbestlik karşıtı tavrı almasına yol açmıştır. Stiglitz (1999, 2000) gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalardaki tahrip edici aşırı genişlemeyi kontrol altına alabilmek için sermaye girişlerine bazı sınırlamalar getirmesini önermekte ve uluslar arası finansal sistemi şiddetle eleştirmektedir. Krugman (1998, 1999) sermaye hareketlerinin kontrolü sayesinde yatırımcıların piyasalardan çekilerek karmaşa yaratmalarının en azından geçici bir süre engellenebileceğini belirtmektedir. Rodrik (1997, 1999, 2000) finansal serbestleşmenin çöküntüye yol açabilmesi ve sermaye akımlarının tahripkar bir genişlemeye kapıları aralaması nedeniyle sermaye hareketlerinin kontrolünün yararlı olabileceğini vurgulamaktadır (Sönmez, 2004:57). Subramanian ve Rodrik (2008)'e göre değişik şekillerdeki yüksek miktarda olası sermaye çıkışlarında sınırlama gereklidir. Yükselen piyasaların borçlanma isteği yüksek olduğunda ne ihtiyatlı düzenlemeler nede makroekonomik politikalar sermaye girişlerini durdurmakta fazla bir şey yapamazlar. Gelişmekte olan ülkelerin daha geniş alet çantasına ve direk olarak sermaye hesabı hedeflemesine

güvenmeye ihtiyaçları var. Sermaye girişlerine yasal karşılıklar ve finansal işlem vergileri uygulanabilecek aletlerden bazıları olabilir (Subramanian ve Rodrik, 2008:2).

Sermaye kontrollerinin Neoklasik finansal liberalizasyon teorisi ile çelişmesine ve pek çok klasik kökenli iktisatçı tarafından uygun karşılanmamasına rağmen pratikte başarılı uygulandığı örnekler mevcuttur. Sürekli büyüme gösteren dört ülkeden üçü (Çin, Vietnam, Hindistan) sermaye hareketleri üzerindeki güçlü denetimlerini sürdürdü. 1995'ten önce daha hızlı bir büyüme sağlayan Malezya, Macaristan ve Polonya'nın sermaye akımlarını düzenlemek üzere hazırlanmış politikaları vardı (Taylor, 2004:60). 1997-98 ekonomik krizinde Malezya'nın uyguladığı devletin birden bire döviz giriş çıkışlarını sıkı kontrol altına alma politikası liberal ekonomistler için çok tedirgin ediciydi. Ancak Malezya deneyiminin sonucu bir çok ekonomist tarafından bu tarz bir politikanın kriz tehlikesi yaşayan gelişmekte olan ülkeler için adeta bir reçete olabileceği şeklinde algılandı.

Sermaye kontrolleri çerçevesinde önerilen bir uygulama da Tobin Vergisidir. Tobin tarafından altın standardının kalktığı, sabit kurların geçerliliğini kaybettiği bir dönemde uluslararası sermaye hareketleri üzerinde uygulanması önerilen düşük oranlı verginin temel amaçları döviz kurlarının ekonomik temel dengeleri yansıtabilmesi, spekülasyon dalgalarının önlenmesi, yoksullara kaynak aktarımının sağlanabilmesi ve ulusal iktisat politikalarının etkin kılınmasıdır (Sarfati, 2003:86). Burada amaçlanan sermaye dolaşımını daha maliyetli hale getirerek spekülasyon amaçlı işlemlerin önüne geçilmesidir.

Sonuç olarak, literatürde finansal liberalizasyon konusunda üzerinde anlaşmaya varılmış genel kanı liberalizasyonun risksiz olmadığı yönündedir. Finansal liberalizasyondan beklenen faydaların sağlanması için en azından belli bir süre düzenleme ve denetleme mekanizmalarının çalıştırılması gerekmektedir. En azından liberalize edilmiş sistem iyi bir şekilde oturtuluncaya kadar, mevduat faiz oranları üzerine bir tavan koymak ve sermaye hesabı konvertibilitesini geciktirmek ve belki de sınırlamak suretiyle finansal liberalizasyonun riskleri azaltılabilir (Williamson ve Mahar, 1998:111).

İKİNCİ BÖLÜM

ÖDEMELER BİLÂNÇOSU VE FİNANSAL LİBERALİZASYON

Finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçirilmesi sonucu sermaye akımlarında artış meydana gelir. Sermaye akımlarında yaşanan bu artışı teorik olarak ödemeler bilançosunda izlemek mümkündür. Bunun nedeni ödemeler bilançosunun bir ülkenin dış dünyayla olan ekonomik ilişkilerini yansıtan temel bir tablo olmasıdır. Öte yandan ödemeler bilançosunda meydana gelen değişimler aynı zamanda ülkenin uluslararası ekonomik hiyerarşideki konumunun da göstergesidir.

Bu bakımdan ikinci bölümde öncelikle ödemeler bilançosu ana hesapları tanıtılacak, ardından finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosu üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkileri teorik olarak incelenecektir.

2.1. Ödemeler Bilânçosu

Ödemeler bilançosu, belirli bir dönem için (a) bir ekonomiyle dünyanın geri kalan kısmı arasındaki mal, hizmet ve gelir ile ilgili işlemleri, (b) mülkiyet değişikliklerini ve bu ekonominin elinde bulunan altın, özel çekme hakları (SDR) ve dünyanın geri kalan kısmına yönelik hak ve yükümlülüklerdeki diğer değişiklikleri ve (c) karşılıksız transferleri ve muhasebe açısından, yukarıda sözü edilen işlem ve değişikliklerle ilgili olarak yapılan kayıtlardan birbirini karşılıklı olarak dengelemeyenleri dengelemek için gereken karşılık kayıtlarını gösteren istatistiksel bir rapordur (Hazine, 1997:5). Bu bağlamda ödemeler bilançosu bir ülkede yerleşik kişilerin belirli bir dönem boyunca yabancı ülkede yerleşik kişilerle yaptıkları tüm ekonomik işlemlerin sonucunu gösteren sistematik bir kayıt biçiminde tanımlanır (Seyidoğlu, 2003:397). Ödemeler dengesi tanımında iki temel kavram bulunmaktadır. Bunlar "ekonomi" ve "yerleşiklik"tir. "Ekonomi" sözcüğü bir hükümet tarafından idare edilen coğrafi bölgeyi ifade ederken, "yerleşikler" deyimini ile bir ekonomide bir yıldan fazla süre ile devamlı ve düzenli olarak ikamet eden, o ekonomi içerisinde faaliyette olan kurum ve kişiler ifade edilmektedir (TCMB:1)

Tablo 1’de görüldüğü gibi Ödemeler Bilânçosu; Cari İşlemler Hesabı, Sermaye ve Finans Hesabı, Net Hata ve Noksan Hesabı ve Resmi Rezervler Hesabı olmak üzere 4 ana kaleme ayrılmaktadır. İzleyen bölümde bunlar incelenmiştir.

Tablo 1: Ödemeler Bilançosu Ana Kalemleri

CARİ İŞLEMLER HESABI	
MAL DENGESİ	
	Toplam Mal İhracatı
	Toplam Mal İthalatı
ULUSLARARASI HİZMETLER DENGESİ	
	Taşımacılık
	Turizm
	İnşaat Hizmetleri
	Sigorta Hizmetleri
	Finansal Hizmetler
	Diğer Ticari Hizmetler
	Resmi Hizmetler
	Diğer Hizmetler
GELİR DENGESİ	
	Ücret Ödemeleri
	Yatırım Geliri
	Doğrudan Yatırımlar
	Portföy Yatırımları
	Diğer Yatırımlar
CARİ TRANSFERLER	
SERMAYE VE FİNANS HESAPLARI	
	Doğrudan Yatırımlar
	Portföy Yatırımları
	Diğer Yatırımlar
NET HATA VE NOKSAN	
RESMİ REZERVLER	

2.1.1. Cari İşlemler Hesabı

Geleneksel olarak ödemeler bilançosu içinde en fazla önem verilen bölüm cari işlemler hesabı (current transactions account)'dır. Ülkenin ihraç ve ithal ettiği mallar ve hizmetler bu hesaba kaydedilir (Seyidoğlu, 2003:402). Cari işlemlere kaydedilen işlemler de kendi arasında dört alt bölüme ayrılır: Mal ticareti, hizmet ticareti, gelir dengesi ve karşılıksız (tek yanlı) transferler

2.1.1.1. Mal Dengesi

Mal ticareti literatürde görünür ticaret (visible trade) olarak da tanımlanmaktadır. Bir ülkenin dış dünyayla olan temel ticari ilişkilerini gösteren mal ticareti hesabı ülkenin dış dünyaya sattığı mal miktarı (ihracat) ve dış dünyadan almış olduğu mal miktarını (ithalat) içerir. Mal ihracat ve ithalatı çoğu zaman ülkelerin dış ekonomik işlemleri içinde en büyük yeri tutar (genellikle 1/2 ile 2/3 arasında). Ayrıca mal ticareti reel ekonomideki gelişmelerin en somut göstergesidir (Seyidoğlu, 2003:402) İhracat faaliyeti bir ülkenin temel döviz kazanma yoludur. İhracattan elde edilen döviz gelirleriyle ithalat harcamaları finanse edilebilir. Bu finansmanın boyutu ülkenin dış ticaret bilançosuyla yakından ilgilidir. Mal dengesi hesabını oluşturan kalemlerden ihracat ve ithalat arasındaki farka dış ticaret bilançosu adı verilir. Eğer ihracat ithalattan fazlaysa bu durumda ülke dış ticaret fazlası veriyor demektir. Bununla beraber ülkede ithalat harcamaları ihracat gelirlerinden fazla ise dış ticaret açığı söz konusudur.

Dış ticaret akımları “**Özel Ticaret**” veya “**Genel Ticaret**” sistemleri çerçevesinde belirlenmekte olup ülkelere göre değişim gösterebilmektedir. Özel ticaret sistemi gümrüklerden giriş çıkış yapan malları kapsamakta bu nedenle, ülke sınırları içerisinde yer alan serbest bölgelere sınır dışından gelen ve giden mallar sistem dışında bırakılmaktadır. Oysa genel ticaret sistemi milli sınırlardan giren ya da çıkan tüm malları dikkate almaktadır (Hazine, 1997:5).

2.1.1.2. Uluslararası Hizmetler

Cari işlemler hesabının diğer önemli alt hesabı hizmet ithal ve ihracıdır. Mal ticaretinin fiziki, görünür bir niteliği olmasına karşılık, hizmet ihracatı ve ithalatı görünmez bir nitelik taşır. Bu sebeple görünmez ticaret (invisible trade) olarak da adlandırılır. Yabancı sermaye yatırımlarının gelir ve giderleri de hizmet hesabı içinde yer alır (Karluk, 1998:361). Uluslar arası hizmetler hesabı *dış turizm, uluslar arası taşımacılık, uluslararası inşaat, uluslararası bankacılık ve sigortacılık, finansal hizmetler (yabancı sermaye yatırımlarının kazançları), diğer ticari hizmetler, yurtdışı resmi hizmetler ve diğer hizmetler* hesaplarından oluşur. Toplam uluslar arası hizmet gelir ve giderleri arasındaki farka hizmetler bilânçosu adı verilir.

2.1.1.3. Gelir Dengesi

Cari işlemler dengesinin bir diğer alt hesabı olan gelir dengesi ücret ödemeleri ve yatırım dengesi olmak üzere iki ana hesaba ayrılmaktadır. Ücret ödemeleri kaleminde çalışanların ücretleri muhasebeleştirilirken, yatırım geliri kaleminde doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan elde edilen gelir ve ödenen tutarlar muhasebeleştirilmektedir. Bu kalem doğrudan yatırımlar ile ilgili olarak hisse gelirleri, kar payları, sermayeye katılan kazançlar ile şirketler arası diğer yatırımlardan doğan gelir ve giderleri içermektedir. Portföy yatırımlarında da hisse senetlerinden elde edilen gelirler (kar), tahvil ve benzeri borç enstrümanları ile ilgili gelir ve giderleri (faiz) kapsamaktadır. Diğer yatırımlarda ise diğer borçlanma ile ilgili gelir ve giderler (faiz) kaydedilmektedir.

Aslında sermaye kazançları ve kayıpları yatırım gelirlerinin değil, yatırım değerinin parçalarıdır. Bütün sermaye kazançları ve kayıpları (sigorta işlemlerindekiler hariç) sermaye hareketlerinde gösterilir; sermaye kazançları ve kayıpları şeklinde gerçekleşmeyen değerlendirme değişiklikleri ödemeler dengesinde gösterilmemesine rağmen, rezervlerin değerlendirme değişikliklerinde tamamlayıcı bilgiler olarak kullanılır. Tahviller, senetler ve bonolar gibi bazı borç senetleri üzerlerinde yazılı nominal değerlerinden farklı bir değerde satılabilirler ve bu

menkullere sahip olan kişiler vadesi geldiğinde bunları paraya çevirmede kayıtsız şartsız hakka sahiptirler. Bu tür primler ya da iskontolar bir sermaye kazancı ya da zararından ziyade artı faiz veya eksi faiz olarak dikkate alınırlar. Sermaye hareketlerine dahil edilecek menkul kıymetlerin değeri başlangıçta çıkarıldıkları nominal değerdir. Vadesinde ödenen miktar hem anapara miktarını hem de faizi içerecektir; dolayısıyla faiz yatırım geliri olarak gösterilmelidir (Ödemeler Bilançosu:48).

2.1.1.4. Cari (Tek Yanlı) Transferler

Ekonomiye mal, hizmet yada para girişi gerçekleştiği halde, bu girişler karşılığında kaynak transferi yapılmayan transferleri içermektedir. Bu kalemin sektörlere göre dağılımı;

- Genel Hükümet (hibe, vb.)
- Diğer Sektörler (işçi havaleleri ve diğer transferler)

şeklinde yapılmaktadır(TCMB:5).

2.1.2. Sermaye ve Finans Hesabı

Ödemeler bilançosunun ikinci ana hesabı olan sermaye ve finans hesabında, ülkenin dış alemle gerçekleştirdiği varlık işlemleri yer alır. Sermaye hesabında tahvil, hisse senedi, ev, arsa, gibi varlıkların alım satımı ile banka mevduat hesapları kaydedilir. Ödemeler dengesi bilançosu açısından, yurt dışından ülkeye sermaye girişi bir alacak işlemi, ülkeden sermaye çıkışı da bir borç işlemidir. Bu özellik mal ve hizmet akımlarındaki durumun tersidir (Cihan, 2005:20).

Sermaye ve finans hesabı kendi içinde sermaye transferleri (borcun bağışlanması, göçmen transferleri) ve üretilmeyen, finansal olmayan varlıklar (kara parçası gibi üretilmeyen varlıkların alım satımı ile patent yayımlama hakkı gibi maddi olmayan varlıklar) olarak sınıflandırılmaktadır. Ülkenin tahvil, hisse senedi, ev, arsa gibi varlıkların yurtdışında satışından ve yurtdışında yerleşik olanların ülkede açtıkları banka mevduat hesaplarına para yatırmalarından o ülkeye sermaye

girmiş olur. Bir ülkede yerleşik kişilerin yurtdışından tahvil, hisse senedi, ev, arsa gibi varlıklar satın almaları ve yabancı ülkelerde banka mevduat hesapları açtırmaları sonucu ülkeden sermaye çıkışı olur.

Sermaye ve finans hesabını oluşturan, sermaye girişi ile çıkışının toplamına, sermaye ve finans hesabı dengesi denir. Sermaye ve finans hesabının borçlu bakiye vermesi, ülkenin bilanço dönemi içerisinde net olarak dış dünya üzerindeki mali veya fiziki yatırımlarının arttığını, alacaklı bakiye vermesi ise dışarıya gönderdiğinden daha fazla sermayeyi ülkeye çekebildiğini ifade eder (Seyidoğlu, 2003:407). Ödemeler bilançosunda önemli bir yere sahip olan sermaye ve finans hesabı kendi içinde doğrudan yatırım hesabı, portföy yatırımları hesabı ve diğer yatırımlar hesabı olmak üzere üçe ayrılır.

2.1.2.1. Doğrudan Yatırım Hesabı

IMF'nin Ödemeler Dengesi 5. El Kitabı (Balance of Payments Manual-5th Edition) ve OECD'nin Doğrudan Yatırım Tanımları Kitabı'nda (OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment- 3rd Edition), doğrudan yatırım, bir ülkede yerleşiklerin başka bir ülkede yerleşik şirkette sürekli bir pay elde ettiği uluslararası yatırım kategorisi olarak tanımlanmaktadır. Doğrudan yatırım şirketi, yabancı yatırımcının bir şirketteki hisse senetlerinin yüzde 10 ve/veya daha fazlasına sahip olduğu şirketler olarak tanımlanmakta, hisse senetlerinin yüzde 10 ve/veya daha fazlasına sahip olunması da doğrudan yatırım ilişkisinin varlığını belirlemektedir. Doğrudan yatırımlar kalemi yatırımın yönüne göre yurtdışında doğrudan yatırımlar ve yurtiçinde doğrudan yatırımlar olarak ikiye ayrılmaktadır (TCMB, 2007:6).

Doğrudan yatırım, yatırımcının yerleştiği olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide yaptığı uzun vadeli yatırımı gösterir. Burada yatırımcının kuruluşun sermayesinde yüzde 10'dan (dahil) fazla paya sahip olması veya yönetiminde söz sahibi olması esastır (TCMB:7). Bu bakımdan doğrudan yatırım, doğrudan yatırım şirketleri ile doğrudan yatırımcıların kendileri yada bu yatırımcıların diğer doğrudan

yatırım kuruluşlarından birisi arasındaki bütün sermaye işlemlerini kapsar (Hazine, 1997:27).

Doğrudan yatırımcı ile doğrudan yatırım işletmesi arasında gerçekleştirilen tüm finansal alacak ve finansal yükümlülük işlemleri iki istisna dışında ödemeler dengesi istatistiklerinde doğrudan yatırım olarak sınıflandırılmaktadır. Bunlardan ilki olan finansal türev işlemleri dış borç istatistiklerine de dahil edilmemektedir. İkinci olarak ise her iki tarafın da finansal aracı olması durumunda, a) taraflar arasında gerçekleştirilen borç işlemleri ödemeler dengesi istatistiklerinde Diğer Yatırımlar/Krediler yada ve Diğer Yatırımlar/Portföy Yatırımları gibi ilgili diğer kalemler altında sınıflandırılmaktadır, b) sadece sermaye, yeniden yatırıma dönüştürülen karlar ve doğrudan yatırımcının doğrudan yatırım işletmesine sağladığı ve diğer sermaye olarak sınıflandırılan kalıcı borç doğrudan yatırım kalemi altında gösterilmektedir. Kalıcı borç, doğrudan yatırımcının uzun dönemli çıkarını yansıtan bir çeşit sermaye benzeri kredidir (Mutlu, 2006:22).

2.1.2.2. Portföy Yatırımları Hesabı

Portföy yatırımları, Doğrudan Yatırımlar ve Rezerv Varlıklar kalemleri altında gösterilenler dışındaki alım satımı yapılan menkul kıymetleri kapsamaktadır (Mutlu, 2006:22). Kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, genellikle devlet yada özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir (TCMB:7).

Portföy yatırımları, varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki ana başlıktan oluşmaktadır. Varlıklar kısmında yurt içi yerleşiklerin dış piyasalardan menkul alım ve satımları gösterilmektedir. Varlıkların (-) bakiye vermesi dış piyasalardan alımların satımlardan fazla olduğunu, (+) bakiye vermesi ise satımların alımlardan fazla olduğunu göstermektedir. Yükümlülükler kısmında ise iki alt başlık yer almaktadır. Bunlardan birincisi bankalar, kamu sektörü ve diğer kurumların tahvil ihracı yoluyla borçlandığı miktarlar, diğeri ise yurt dışı yerleşiklerin yurt içi piyasalarda yapmış oldukları menkul kıymet alım satımlarıdır (Kar ve Kara, 2004:10).

Doğrudan yatırım ile portföy yatırımları arasında bazı önemli farklılıklar vardır. En önemli fark, yabancı ülkede yapılan yatırımın yönetimi ve denetimi konusudur. Doğrudan yatırım durumunda, şirket yönetimi ve denetiminde etkili olunmaktadır. Oysa, portföy yatırımlarında yerleşik şirket üzerinde yönetim hakkı veya denetim söz konusu değildir; bu yolla yerleşik şirket uluslararası piyasalardan kaynak sağlamış olur. İkinci önemli fark, doğrudan yatırımlarda yatırımcının yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirebilmesi, portföy yatırımlarında ise yabancı yatırımcının sermayeden başka bir katkıda bulunmamasıdır (TCMB:8).

Portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye akımları arasında kavram karışıklığı olmaktadır. Portföy yatırımlarının hisse senedi piyasasına girmesi likit bir varlık gibi işlem görmesine neden olmaktadır. Portföy yatırımları kısa vadeli yatırımlara göre daha uzun süreleri ifade etmektedir. Fakat içerdikleri araçların likiditesinin yüksek menkul kıymetlerden oluşması, kısa vadeli yatırımlar gibi yatırım yapılan ülkeyi her an terk edebilme olanağına neden olmaktadır. Dolayısıyla özellikle kriz anlarında hızlı ters akımlar yaratarak ekonomik dengeler üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir (Uğurlu, 2005:24)

2.1.2.3. Diğer Yatırımlar Hesabı

Diğer yatırımlar hesabı, doğrudan yatırım, portföy yatırımı ve rezervler dışındaki bütün finansal varlıklarla ilgili işlemleri kapsayan bir kalıntı kalemidir. Bu grubun daha da ayrıştırılması varlık ve yükümlülüğün türüne bağlı olup borçlarla diğer sermayeyi birbirinden ayırt eder (Hazine, 1997:27). Diğer yatırımlar hesabında da Portföy yatırımlarında olduğu gibi, varlık ve yükümlülük ayrımında, türlerine ve sektörüne göre alt ayrımlar bulunmaktadır (TCMB:8):

- Ticari krediler (vadeli mal alım veya satımı şeklindeki krediler),
- Krediler (Nakit krediler),
- Döviz mevcutları ve mevduat hesapları,
- Diğer varlık ve yükümlülükler,

2.1.3. Net Hata ve Noksan Hesabı

Ödemeler bilânçosu hazırlanırken uygulanan ilkeler ödemeler bilânçosunun sıfır bakiye vermesini gerektirir. Ancak uygulamada karşılaşılan durum bundan farklıdır. Bilançoda yapılan bütün kayıtlar toplandığında bakiye net bir alacak yada borç verir. Bu bakiye ölçümlerindeki hataların ve raporda eksik olan verilerin sonucudur. Net hata ve noksan kalemi ödemeler dengesi istatistiklerini muhasebe kayıtları anlamında denkleştirmek amacıyla kullanılan bir kayıttır. Ödemeler dengesinin otonom (çizgi üstü) işlemlerinin net bakiyesi ile denkleştirici (çizgi altı) işlemlerinin ters yönlü bakiyesi birbirine eşit olmalıdır. Bununla birlikte uygulamada bu eşitlik kendiliğinden sağlanamamaktadır. Cari işlemlerle sermaye hesabı işlemleri otonom, resmi rezervler hesabı ise denkleştirici olarak kabul edildiğinde, belirtilen bu sebepler nedeniyle ilk iki hesabın net bakiyesi Resmi Rezervler dengesindeki değışmeye tam olarak uymaz ve arada bir farklılık gösterir (Samuelson ve Nordhaus, 1995:672). Net hata ve noksan (NHN), tanım gereği, ölçüm hataları ve tablodaki verilerin eksik veya fazla derlenmesinden kaynaklanmaktadır. NHN oluşmasının sebepleri aşağıdaki gibi özetlenebilir (Çıplak, 2007:1):

- İthalat veya ihracat için malın hareketi ile ödemenin farklı bilânço dönemlerine yansımaları durumundaki zaman uyumsuzluğu,
- Gümrük işlemlerine ilişkin beyanat hataları,
- Ödemeler dengesindeki çeşitli kalemlerden elde edilen gelirlerin sistem dışına (yastık altına – kasalara) çıkarılması veya finansman esnasında sistem dışından kaynak kullanılması şeklindeki kayıt dışı işlemler,
- Kaçakçılık ve unutmalar,
- Bazı verilerin (turizm ve bavul ticareti) anketler yoluyla elde edilmesindeki hatalar,

Net hata ve noksan kalemi artı olduğunda cari işlemler yada sermaye ve finans hareketleri dengelerinde kapsanmayan bir faaliyetten dolayı ülkeye döviz girişı olmuş demektir yada döviz girişine (çıkışına) neden olan ve cari işlemler veya sermaye ve finans hareketleri dengesinde kapsanan bir işlem eksik (fazla) olarak

hesaba katılmıştır. Net hata ve noksan kalemi eksi olduğunda ise cari işlemler yada sermaye ve finans hareketleri dengelerinde kapsanmayan bir kalem yoluyla ülkeden döviz çıkışı olmuş demektir yada döviz çıkışına (girişine) neden olan ve cari işlemler veya sermaye hareketleri dengesinde kapsanan bir işlem fazla (eksik) olarak hesaba katılmış demektir (Yazıcıoğlu, 2005:4).

Derleme sırasında meydana gelecek bazı hata ve noksanlar birbirini götüreceğinden, pozitif yada negatif bakiyenin büyüklüğü raporun doğruluğunun bir göstergesi olmayacaktır. Yine de, net bakiye büyük olduğunda raporun yorumlanması güçleşecektir. Bu duruma yönelik olarak kullanılan bir ölçüt, mal ticareti toplamının yüzde 5'ini geçtiğinde söz konusu bakiyenin sorun yaratacağıdır (Hazine, 1997:24).

2.1.4. Resmi Rezervler Hesabı

Bu hesapta merkez bankasının döviz piyasasına yapmış olduğu müdahalelerin sonucunda ülkenin uluslararası resmi rezervlerindeki değişimler gösterilir (Seyidoğlu, 2003:408). Döviz rezervlerinin artması ve azalması, resmi rezervler hesabı fazlası ve resmi rezervler açığı olarak tanımlanır (Yazıcıoğlu, 2005:4). Ödemeler bilançosunun ait olduğu yıl içinde, eğer dış âlemden sağlanan gelirler dış âleme yapılan ödemelere eşitse ülkenin resmi rezerv durumunda bir değişim olmaz. Aksine, eğer dış âlem gelirleri dış âlem giderlerini karşılamaya yetmemişse ve mevcut kur düzeyinin sürmesi isteniyorsa merkez bankasının döviz piyasasına müdahale edip döviz satması (ulusal para karşılığı) gerekir. Aksi durumda (dış âlem gelirlerinin dış âlem giderlerini aşması) ise Merkez Bankası döviz piyasalarından döviz satın alır ve resmi rezervlerde bir artış meydana gelir (Hazine, 1997:76).

Ödemeler bilançosunun muhasebe tekniğine göre resmi rezervlerle ilgili işlemlerin ödemeler bilançosuna kaydedilişi sermaye hesabına benzer. Resmi rezervlerde ortaya çıkan azalma (örneğin, Merkez Bankası'nın döviz satması) bir alacak işlemi, rezervlerdeki artış (örneğin, Merkez Bankasının piyasalardan döviz satın alması) ise bir borçlu işlemi olarak kaydedilir (Hazine, 1997:77).

2.2. Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilânçosuna Etkisi

Finansal liberalizasyonun ödemeler bilânçosu üzerine etkisi birçok kanaldan olabilmektedir. Bu etki kanallarını genel olarak doğrudan ve dolaylı etki kanalları olarak sınıflandırmak mümkündür. Finansal Liberalizasyonun ödemeler bilançosunda doğrudan etkilediği kanallar ve/veya hesaplar olarak; portföy yatırımları kanalı, finansal hizmetler kanalı, borç kanalı ve resmi rezervler kanalı sayılabilir. Öte yandan finansal liberalizasyonun ödemeler bilânçosunda dolaylı olarak etkilediği kanallar ve/veya hesaplar arasında ise döviz kuru kanalı, dış ticaret kanalı, doğrudan yatırımlar kanalı ve net hata ve noksan kanalı gelmektedir. Finansal liberalizasyon ödemeler bilançosunu doğrudan kanallar olarak portföy yatırımlarını giriş ve çıkış şeklinde, finansal hizmetleri gelir ve gider şeklinde, borç kanalını borçlanma ve borç verme şeklinde, resmi rezervleri ise artış yönünde etkilemektedir. Finansal liberalizasyon ödemeler bilânçosunu dolaylı kanallar olarak ise döviz kurunu değerlendirmesi yoluyla, dış ticareti döviz kurunda yarattığı değişiklikler yoluyla, doğrudan yatırımları giriş çıkış ve kar transferleri yoluyla, net hata noksanı da kayıt dışı sermaye hareketleri yoluyla etkilemektedir. İzleyen bölümde bu etkiler detaylı bir şekilde analiz edilmiştir.

2.2.1. Doğrudan Etkileme Kanalları

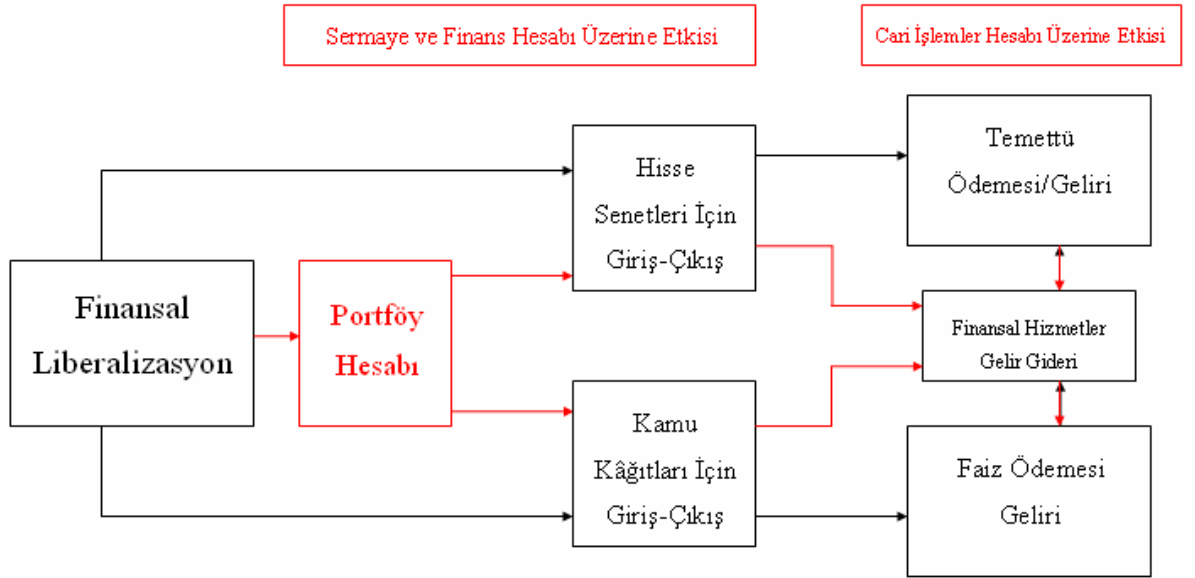
Finansal liberalizasyonun ödemeler dengesi üzerindeki doğrudan etkileri izleyen bölümde değerlendirilmiştir.

2.2.1.1. Portföy Yatırımları Hesabı Kanalıyla Etkisi

Teorik olarak finansal liberalizasyonun ödemeler dengesi hesapları üzerindeki en önemli etkiyi portföy hesabında yaratması beklenir. Bu etki ise, yukarıda da ifade edildiği gibi, öncelikle portföy yatırımı giriş ve çıkışı yoluyla ardından da buna bağlı olarak portföy yatırımları kazançları yoluyla gerçekleşmektedir. Aşağıdaki şekilde bu etki kanalları şematize edilmeye çalışılmıştır:

Şekil 2’de görüldüğü gibi finansal liberalizasyon uygulaması ödemeler bilançosundaki sermaye ve finans hesabının serbestleştirilmesiyle başlamaktadır. Sermaye ve finans hesabı serbestleştirildikten sonra bundan ilk etkilenecek kalem portföy yatırımları hesabı olacaktır. Portföy hesabında daha önce de değinildiği gibi özel ve kamu kesimine ait borçlanma araçlarına gelen dış talep takip edilmektedir. Finansal liberalizasyon politikalarının uygulamaya geçilmesinden sonra dış dünyadan yurt içi özel ve kamu kesimi borçlanma araçları talebine artış olabilmektedir. Talepteki bu artış ise portföy yatırım hesabına yansımakta ve ödemeler bilançosu portföy hesabı kanalından yurt içine sermaye giriş-çıkışı olmaktadır.

Şekil 2: Portföy ve Finansal Hizmetler Hesabı Kanalı



KAYNAK: Bu çalışma için tarafımızdan geliştirilmiştir.

Özel ve kamu kesimi borçlanma araçlarının getiri şekilleri birbirinden farklı olmaktadır. Eğer portföy yatırımı kamu kesimi borçlanma araçlarına (DİBS) gelmişse portföy yatırımının buradaki getirisi borçlanma aracının faizi getirisi olmaktadır. Öte yandan hisse senetlerine gelen portföy yatırımlarının getirisi ise temettü ödemesi şeklinde olmaktadır. Finansal liberalizasyondan sonra her iki borçlanma seçeneği içinde gelen sermaye portföy yatırımları hesabının yükümlülük kısmında kendini göstermektedir. Bununla beraber portföy yatırımlarının muhtevasında hangi kanalın ağırlık kazanacağı uygulanan finansal liberalizasyon

politikalarının amacına ve finansal liberalizasyon uygulayan ülkelerin özgün koşullarına bağlıdır. Dış açığı ve bununla beraber yetersiz iç tasarrufu bulunan ülkelerde uygulanan finansal liberalizasyon politikalarında daha çok kamu kesimi borçlanma araçları kanalıyla sermaye girişi gerçekleşmektedir. Öte yandan hisse senedi kanalıyla giren sermaye için en önemli motivasyon kaynağı yurt içinde işlevsel bir ikincil piyasanın varlığı ve kar transferindeki serbestidir.

Kuşkusuz bu kanaldan finansal liberalizasyonun ödemeler dengesi üzerine yapacağı etkinin büyüklüğü tek başına finansal liberalizasyon tarafından değil aynı zamanda ülkede para ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi, ülkede elde edilmesi beklenen kazanç oranı, ekonomik ve siyasi riskler tarafından da etkilenecektir.

2.2.1.2. Finansal Hizmetler Kanalıyla Etkisi

Finansal liberalizasyon sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile bir taraftan portföy yatırımlarının giriş-çıkışının artması diğer taraftan finansal aracılık ve danışmanlık taleplerinin artması cari işlemler hesabının hizmet gelir-giderleri bölümünde yer alan finansal aracılık gelir ve giderlerinin de artmasına neden olabilecektir. Burada görülecek artışın büyüklüğü ise kuşkusuz ülke ekonomisinin büyüklüğü ile sermaye giriş ve çıkış miktarı ile bu hizmetleri veren kuruluşlarının menşe ülkesiyle bağlantılıdır.

Şekil 2’de görüldüğü gibi finansal liberalizasyondan sonra yurt içine giren sermaye özel ve kamu kesimi borçlanma araçlarına yönelmektedir. Kamu kesimi borçlanma araçlarının ihalesinde aracı bulunmazken yani borçlanmayı direk hazine gerçekleştirirken özel kesim borçlanma araçlarına yönelen sermaye hareketleri yurt içinde bir aracı kuruma ihtiyaç duyabilmektedir. Bu ihtiyacın sebepleri çeşitlidir. Bunlar arasında yurt dışından gelen sermayenin geldiği ülkenin para ve sermaye piyasalarıyla ilgili özgün koşullar hakkında yeterli bilgi sahibi olmaması, gereken portföy çeşitlemesi için uzman bir aracı kurum ihtiyacı vb. sayılabilir. Öte yandan kamu kesimi borçlanma araçlarının ikincil piyasada alım satımı da aracı kurum

yardımı gerektirebilmektedir. Bununla beraber finansal liberalizasyon, uygulanan ülkeyi uluslararası sermaye hareketlerine açık hale getirdiği için uluslararası fonları yöneten yerleşik olmayan aracı kurumlar ülkede şube açarak fon yönetiminde bulunabilmektedir. Bütün bunlar ödemeler bilançosunun cari işlemler hesabının hizmetler dengesi alt hesabı olan finansal hizmetler kaleminde değişime yol açmaktadır.

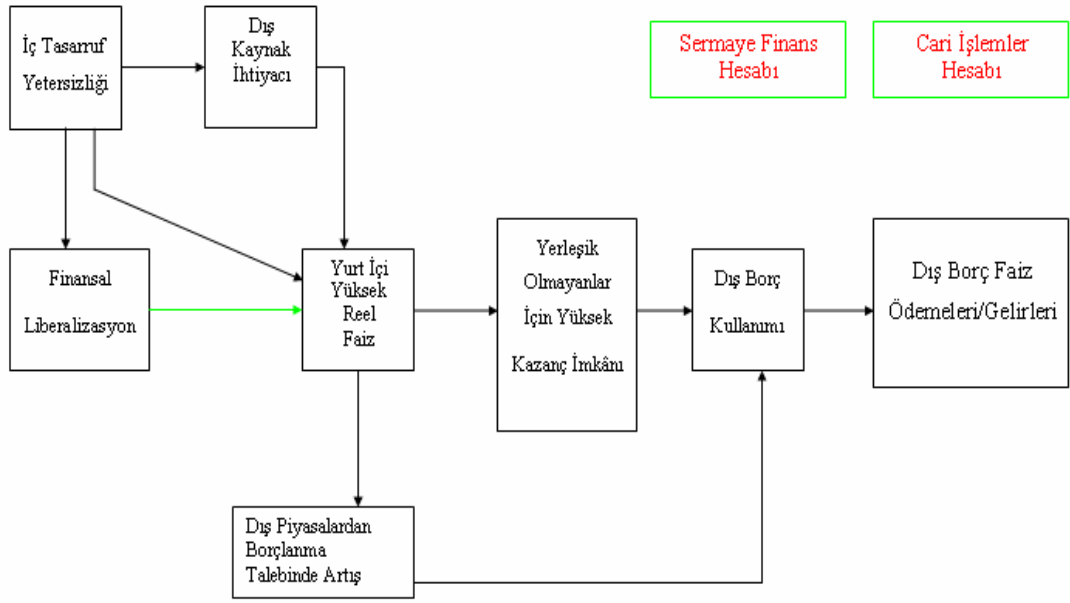
2.2.1.3. Borç Kanalıyla Etkisi

Finansal liberalizasyon bir ülkenin kamu kuruluşları ve bankalarının dış borç kullanımı imkânlarını artırmasının yanında bireylerin ve firmaların da dış borç kullanımı imkânlarını artırmaktadır. Kuşkusuz finansal liberalizasyon olmaksızın da bu ekonomik birimler dışarıdan borç kullanabilmektedir. Ancak, iç finansal liberalizasyonun da katkısıyla, uluslararası sermaye çevrelerinin finansal liberalizasyonu gerçekleştirmiş bir ülkeye ilişkin algılamaları değişmektedir. Bu durum özellikle dış kaynağa daha büyük ölçüde ihtiyaç duyan, bu arada risk primi yüksek, dolayısıyla daha yüksek faiz ödemeye hazır ülkelerde daha belirgin olacaktır. Bu durum aşağıdaki Şekil 3'de şematize edilmeye çalışılmıştır.

Şekil 3'de görüldüğü gibi iç tasarruf yetersizliği dış kaynak ihtiyacını artırmakta ve finansal liberalizasyon politikalarının belki de ana motifi olmaktadır. Yurtdışı çevrelerce risk algılaması değişmemiş bir ülkenin finansal liberalizasyon politikalarını hayata geçirerek dış borç bulabilme olanağı, dış borç sağlayan ekonomik birimlerin risk algısını karşılayacak yükseklikte yurt içi faiz oranı artışıyla sağlanabilmektedir. Yani yurtiçi reel faiz oranındaki artış dış borç bulunabilirliğinin ana motifi olmaktadır. Bununla beraber ülke riskinin çok yüksek olduğu bazı durumlarda yüksek reel faiz dahi yeterli borçlanmayı sağlayamayabilir. Normal şartlar altında yüksek yurt içi reel faiz sermaye girişlerini hızlandırmakta ve ülkenin borç yükünü artırmaktadır. Burada borç verenler için yüksek kazançlar söz konusu olabilmektedir. Dış borç kullanımının artması ödemeler bilançosunda ilk etkiyi sermaye ve finans hesabında meydana getirmektedir. Sermaye ve finans hesabının alt hesapları olan portföy yatırımı ve diğer yatırım hesaplarının yükümlülük

kalemlerinde özel ve kamu kesiminin dış borç kullanımı doğrultusunda artışlar görülebilmektedir. Borç kanalının ödemeler bilançosundaki ikinci etkisi ise kullanılan borçların faiz ödemeleri sırasında cari işlemler hesabının gelir dengesi kaleminde görülmektedir. Burada eğer kullanılan dış borçların faiz oranı yüksekse yapılan faiz ödemeleri cari işlemler dengesi üzerinde ciddi boyutlarda olumsuz yük oluşturabilmektedir.

Şekil 3: Borç Kanalı



KAYNAK: Bu çalışma için tarafımızdan geliştirilmiştir.

2.2.1.4. Rezerv Varlıklar Kanalı

Finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosundaki doğrudan etki kanallarından birisi de rezerv varlıklar hesabıdır. Rezerv varlıklar finansal liberalizasyon uygulayan ülkelerde, özellikle uygulanan kur sistemine bağlı olarak, büyük önem arz etmektedir. Sabit kur sistemi uygulayan bir ülkede amaç döviz arz ve talep güçlerindeki bir değişme karşısında kurlarda ortaya çıkması söz konusu olan bir değişimin tümüyle önlenmesidir. Bu da ancak merkez bankasının piyasada dış açık miktarında döviz satması ile gerçekleşebilir. Dış fazla durumunda ise bunun tersi söz konusudur. O halde resmi rezervlerdeki değişme, dış dengesizlikle aynı değerdedir. Serbest kur sistemi uygulayan bir ülkede ise teorik olarak kurların oluşumu arz ve

talep güçlerinin işleyişine bırakılmış olup piyasa üzerinde merkez bankasının herhangi bir müdahalesi yoktur (Seyidoğlu, 2003:409). Dolayısıyla serbest kur politikası uygulanan bir ÷lkede rezervlerde bir değişmenin ortaya çıkmaması beklenir. Fakat sermaye hareketlerine açık bir ÷lkede serbest kur politikası uygulansa da özellikle kriz anlarında ÷lkedeki döviz miktarı kurları belirleyeceği için merkez bankaları rezervleri artırma eğiliminde olacaktır. Dolayısıyla finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçirildiği serbest kur uygulanan ÷lkeler, herhangi bir kriz olasılığına karşı yeterli rezerv tutmak zorunda kalacaklardır. Bu durumda yeterli döviz rezervinin ise ÷lkeden ÷lkeye değişmekle beraber bir üst sınırı bulunmamaktadır. Resmi rezervler hesabı dekleştirci bir işlemdir. Çünkü bu hesap cari işlemler ve sermaye hareketleri işlemlerinin toplam alacaklı borçlu kısımlarının eşitlenmemesi nedeniyle Merkez Bankası'nın döviz piyasasına müdahaleleri sonucunda resmi rezervlerdeki değişimleri gösterir (Hazine, 1997:77).

2.2.2. Dolaylı Etkileme Kanalları

Finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda yarattığı dolaylı etki kanalları ise döviz kuru kanalı, dış ticaret kanalı, doğrudan sermaye kanalı ve net hata ve noksan kalemi kanalı olarak izleyen bölümde değerlendirilmiştir.

2.2.2.1. Döviz Kuru Kanalı

Finansal liberalizasyonun öznesi sermaye akımlarıdır. Sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki etkisi ise döviz piyasasının niteliğine bağlı olarak değişmektedir. Sermaye girişinin yaşandığı ÷lkedeki döviz kuru rejiminin serbest dalgalı döviz kuru olması halinde, sermaye girişleri, döviz kurunda ulusal paranın değer kazanmasına neden olmakta, sabit kur rejiminin olduğu durumda ise, sermaye akımları doğrudan uluslararası rezervlerin artmasına yol açmaktadır (Şengönül, Altıok, Gürbüz, 2007:34).

Finansal liberalizasyon koşulları altında döviz kuru spekülasyona müsait herhangi bir varlık fiyatı haline geldiğinden yatırımcılar geleceğe dönük söylenti ve

rivayetlerden etkilenip sürü gibi hareket ederek para kurlarında ani ve beklenmedik oynamalara neden olabilir. Diğer ileriye dönük varlık fiyatlarında olduğu gibi kısa dönemde reel ekonomide olup bitenden ziyade görünüm ve intibalar çok daha önemli bir konum kazanmaktadır (Ertürk, 2003: 238).

Finansal liberalizasyon politikası döviz kurunu etkilemesi bakımından ödemeler bilançosu üzerine dolaylı etki yapmaktadır. Finansal liberalizasyon sonucu artan sermaye hareketliliği ulusal parayı değerli kılmaktadır. Değerli hale gelen ulusal para ise dış ticaret dengesini olumsuz etkilemektedir.

2.2.2.2. Dış Ticaret Kanalı

Finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda dolaylı fakat önemli etki kanallarının başında dış ticaret kanalı gelmektedir. Finansal liberalizasyonun dış ticaret üzerindeki etkisi önemli olmakla beraber etki mekanizması dolaylı olarak ortaya çıkmaktadır. Bu mekanizma Şekil 4'te açıklanmaya çalışılmıştır. Daha önce değinildiği gibi, finansal liberalizasyonu gerçekleştiren ülkeler artan sermaye hareketlerine maruz kalmaktadır. Sermaye hareketlerinin ana motifi ise kar güdüsüdür. Bu nedenle finansal liberalizasyon sonucu yaşanan sermaye hareketliliğinin kısa dönemli, spekülâtif özelliği ağır basabilmektedir. Spekülâtif sermayenin karlılığı ilk başta yurt iç reel faizle alakalıdır. Fakat artan sermaye hareketliliği ülkedeki döviz miktarını da artırmaktadır. Bunun sonucunda ise ulusal para aşırı değerlenmektedir. Ulusal paranın değerindeki değişimler ise özellikle dış ticaret kanalları üzerinde önemli etkilere sahiptirler.

Şekil 4'te görüldüğü gibi finansal liberalizasyon sonucu ülkeye sermaye girişi olmakta, sermaye girişi ülkedeki döviz arzını artırmakta ve bunun sonucunda kurlarda yaşanan değerlenme ihracatı olumsuz etkileyebilmektedir. Özellikle dış ticaret serbestisinin olduğu, ihracata dayalı kalkınma stratejisini benimseyen ülkeler için ihracat önemli bir döviz kaynağıdır. Böyle ülkeler uluslararası mal piyasalarında rekabet edebilmek için dünya fiyatlarından daha düşük fiyatlı mal arz etmek zorundadırlar. Bununla beraber döviz kurlarında ortaya çıkabilecek bir eksik

değerlenme bu tür ülkelerin ihracat malı fiyatlarını yükselttiğinden dış ticarete rekabet gücü kaybına uğramaktadırlar. Öte yandan benzer şekilde döviz kuru eksik değerli ulusal parası aşırı değerli ülkelerde ithalat olumlu etkilenmektedir. Yurt dışından yurt içine sermaye hareketleri sonucu döviz kurunun eksik değerlenmesi ithal mallarının fiyatını yerli mallara göre ucuz hale getirmektedir. Bu durumda ithal malı talebi artmaktadır. Döviz kurunun ihracat ve ithalatta yarattığı zıt yönlü bu etki dış ticaret açığını büyümesi şeklinde kendini göstermektedir. Bu durumda ödemeler bilançosunun temel kavramlarından biri olan ve cari işlemler kaleminin de en büyük kısmını oluşturan dış ticaret dengesi açık vermektedir. Dolayısıyla aslında dış kaynak sıkıntısı çeken ülkelerin bu sıkıntısını ortadan kaldırmak amacıyla uygulamaya konulan finansal liberalizasyon politikaları beklenenin tam tersi etki yaratarak dış ticaretin ve dolayısıyla cari işlemler hesabının açık vermesine yol açabilmektedir.

2.2.2.3. Doğrudan Yatırımlar Kanalı

Finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosu üzerinde yarattığı bir diğer dolaylı etki ise doğrudan yatırımlar kanalıyla ortaya çıkmaktadır. Sermaye ve finans hesabının diğer alt kalemlerinden farklı olarak doğrudan yatırımlar yerleşik olmayanların ülke içinde yapmış oldukları maddi yatırımları ifade etmektedir. Bu bakımdan doğrudan yatırımlar için uzun vadeli yatırım nitelendirmesi yapmak yanlış olmayacaktır. Bununla beraber doğrudan yatırımların amacı diğer yatırım türlerinde olduğu gibi kar elde etmektir. Doğrudan yatırımlardan elde edilen karın transferi ise finansal liberalizasyon politikalarının uygulanıp uygulanmadığıyla ilgilidir. Sermaye hareketleri önünde herhangi bir engel oluşturmayan ülkeler doğrudan yatırımlar için de cazip olmaktadır.

Doğrudan yatırımlar kalemi ödemeler bilançosu üzerinde iki kanaldan etkili olmaktadır. Bu kanallardan ilki doğrudan yatırımlar hesabının kendisidir. Finansal liberalizasyonun hayata geçirilmesiyle sermaye transferi önündeki engeller kalkacağı için doğrudan yatırımlar bundan olumlu etkilenmektedir. Finansal liberalizasyon sonucu doğrudan yatırımların ödemeler dengesinde yaratacağı ikinci etki ise bu yatırımlardan elde edilen karın transferinin izlendiği cari işlemler hesabının gelir

dengesi alt kalemindeki doğrudan yatırımlar hesabıdır. Doğrudan yatırım miktarı arttıkça doğrudan yatırımlardan elde edilen karın transferinde de artışlar olması muhtemeldir.

2.2.2.4. Net Hata Ve Noksan Kalemi

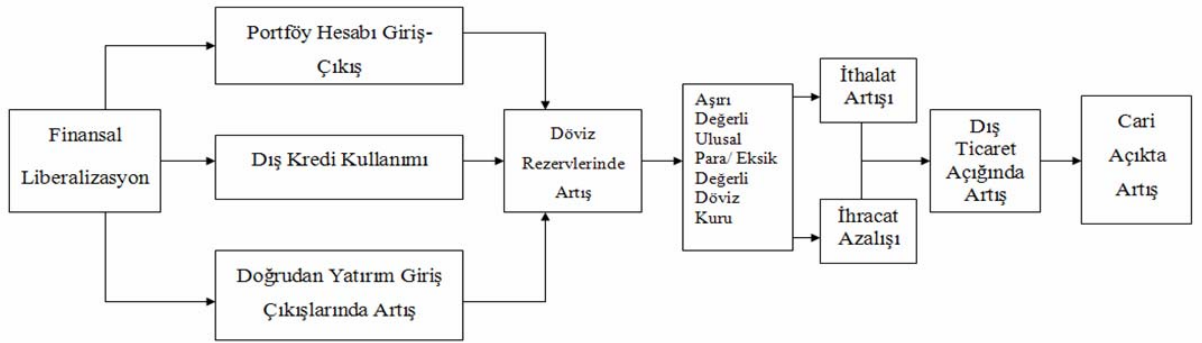
Finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda yarattığı bir diğer dolaylı etki ise net hata ve noksan kalemi kanalıyla ortaya çıkmaktadır. Daha önce değinildiği gibi net hata ve noksan kalemi kayıt dışı sermaye hareketlerine yaşanan değişimleri göstermektedir. Aslında net hata ve noksan kalemi ödemeler bilançosu denkliliğinden iteratif bir süreçle elde edilmektedir. Dolayısıyla eğer kayıt dışı sermaye hareketleri ölçülüp, kaynağı belirlenebilseydi net hata noksan kalemine ihtiyaç olmazdı. Bu bakımdan net hata noksan kalemi kaynağı belli olmayan fakat miktarı belli olan kayıt dışı sermaye hareketlerinin izlendiği bir hesap olmaktadır.

Finansal liberalizasyon her türden sermaye hareketine serbesti tanır. Bu da sermaye akımlarının artmasına yol açar. Ülke içinde uygulanan finansal liberalizasyon politikası faiz-kur arbitrajına imkan tanıyacak sonuçlara yol açıyorsa sermaye hareketlerinin büyük kısmını sıcak para olarak da adlandırılan spekülasyon karakterli sermaye hareketleri oluşturacaktır. Bu tür durumlarda net hata ve noksan kalemindeki dalgalanmada artış gösterebilecektir. Özellikle kriz anlarında, yüksek cari işlemler açıklarında yani sermaye ihtiyacının şiddetli olduğu durumlarda sermayenin kaynağının bilinmesi pek önem taşımayabilir. Bu tür durumlar söz konusu olduğunda net hata ve noksan kaleminde yüksek oranlı pozitif yada negatif miktarlar oluşabilir. Bununla beraber kriz yada kriz sonrası zamanlarda cari işlemler, sermaye ve finans ve rezervlerdeki açıkları artan bir şekilde net hata noksan kalemiyle denkleştirmek ülke içindeki finansal yapının pek sağlıklı olmadığını göstergesi olarak okunabilir. Çünkü net hata noksan kalemine kaynaklık eden sermaye hareketlerinin kaynağı ve bu kaynağın sürekliliği belirsizdir.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunu doğrudan ve dolaylı kanallar yoluyla etkilediği söylenebilir. Doğrudan

etkileme kanalları finansal liberalizasyonun öznesi olan sermaye hareketlerinin ödemeler bilançosunun ilgili kalemlerinde bizzat değişmeye yol açması şeklinde gerçekleşmektedir. Bu bağlamda finansal liberalizasyon ödemeler bilançosunda başta portföy yatırımları olmak üzere cari işlemler hesabının hizmet dengesi kaleminin alt hesabı olan finansal hizmetler kalemini, diğer yatırımlar hesabını ve resmi rezervler hesabını doğrudan etkilemektedir. Dolaylı etki kanalları ise finansal liberalizasyon sonucu oluşan sermaye akımlarının dolaylı olarak yarattığı etkilerden oluşmaktadır. Bu açıdan finansal liberalizasyon döviz kurunu, döviz kurundaki etki sonucu dış ticaret dengesini, doğrudan yatırımlar hesabını ve net hata ve noksan kalemini dolaylı yollardan etkilemektedir.

Şekil 4: Dolaylı Etkileme Kanalları



Kaynak: Bu çalışma için tarafımızdan geliştirilmiştir

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE FİNANSAL LIBERALİZASYON DÖNEMİ VE ÖDEMELER BİLÂNÇOSU

Bu bölümde Türkiye’de finansal liberalizasyon uygulamaları kronolojik bir biçimde anlatılarak bu politikaların ödemeler bilânçosu üzerinde yarattığı temel değişiklikler incelenecek, ardından da finansal liberalizasyonun ödemeler bilânçosundaki etki mekanizmaları üzerinde durulacaktır.

3.1. Türkiye’de Finansal Liberalizasyon Uygulamaları

1980’li yılların başına kadar Türkiye’de yurt içi üretimin korunmasına dayalı ithal ikameci kalkınma anlayışı benimsendi. İç piyasaların dışarıya karşı devlet tarafından aktif bir şekilde korunduğu bu birikim süreci 1970’li yıllarda gerek dış dünyada yaşanan krizlerin yansıması gerekse içsel birikimin yavaşlaması nedeniyle uzun dönemli içinden çıkılmaz krizler yaşamaya başladı. 1978’de patlayan kriz ve onu izleyen istikrar programı süresince, ekonomi ciddi bir durgunluk ve işsizlikle birlikte, kargaşa yaşadı. Dış dünyadan yansıyan etkiler olumsuzlaşırken, içeride bir yandan serbestleşmeye uyum sağlama sorunları, diğer yandan her gün değişen idari kararlar zaten kargaşa yaratmaya yetiyordu. Ama bir de bunlara her gün değişen faiz hadleri, döviz fiyatları, göreceli fiyatlar eklenince tam bunalım ortamı yaşanıyordu (Kazgan, 2005:205).

1980 öncesi Türkiye’de dış ticaret, finansal piyasalar ve bazı mal pazarları kontrollü idi. Finansal sektör, bankaların egemenliğindeydi. Türkiye’nin, kabaca 1979’a kadar izlediği ithal ikameci sanayileşme politikaları döneminde devlet, hem yatırımcı hem üretici olarak kamu iktisadi teşekkülleri (KİT) kanalı ile sanayileşme hedeflerine ulaşmaya çalışmıştır. Özel sanayi kârları bu dönemde esas olarak iki kaynaktan beslenmiştir: Ağırlıklı olarak tarife dışı engellere dayanan korumacı ticaret rejimi sayesinde iç pazarda sanayiciler oligopol kâr ve rantlarını elde etmişlerdir. İkinci olarak ise, KİT sisteminin ürettiği girdiler yapay olarak ucuz fiyatlanarak özel sanayi kesimine ve kırsal ekonomiye verildiğinden, girdi

maliyetleri düşük seyretmiştir (Voyvoda ve Yeldan, 1999). Bu politikalar yaşanan petrol şoklarının da katalitik rolü ile 1976’da tıkanmış, 1977-80 döviz krizinden sonra da Ocak 1980’de IMF ve Dünya Bankası destekli yapısal uyum programı, yani dışa açılma hamlesi başlatılmıştır (İşkur, 2008:1)

1980 sonrası uluslararası destekle beraber yaşanan liberalizasyon süreci önce ticari ve bununla beraber iç finansal liberalizasyon süreci, ardından da dış finansal liberalizasyon süreci olarak kendini göstermiştir. İzleyen bölümde iç ve dış finansal liberalizasyon dönemi ele alınacak, ardından finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosu kalemleri üzerindeki etkisi ayrıntılı olarak incelenecektir.

3.1.1. İç Finansal Liberalizasyon Dönemi (1980–1988)

İthal-ikamesi stratejisi ağırlıklı olarak ithal hammaddelere dayanıyordu. Bu nedenle, Türkiye’nin ticaret hadleri 1973-1974 dönemindeki ilk petrol krizinden sonra kötüleşmiştir. Bu kötüleşme, ödemeler dengesi üzerinde büyük bir yük yaratmış, bu ilave yük kısa vadeli borçlanmalarla telafi edilmeye çalışılmıştır. 1977’den sonra, ithalatın gereken zamanda ve oranda gerçekleşmemesi üzerine işgücü piyasasında da sorunlar baş göstermiş ve arz yönünde önemli sorunlar ortaya çıkmıştır. Talep yönünden bakıldığında ise genişlemeci maliye politikası korunmuştur. Toplam talep ve arz arasındaki dengesizlikler zaten artmakta olan enflasyonu olumsuz yönde etkilemiştir. Krizi aşmak için alınan tedbirlerin yetersizliği ve 1979’daki ikinci petrol krizi krizin boyutlarını daha da artırmıştır. Düşük yurtiçi tasarruf ve ağır aksak ilerleyen yatırım ortamında çözümlenememiş olan 1977-1979 ödemeler dengesi krizine çare olması amacıyla Türkiye’de ticarete liberalleşme süreci başlatılmıştır (TCMB, 2002:5). Ekonomik bunalımın yoğunlaşması ve 1977-78 yıllarında alınan önlemlerin yetersiz kalması üzerine hükümet 24 Ocak 1980’den başlayarak yeni bir ekonomi politikası ortaya koydu. Önceleri geçici bir kararlılık önlemleri dizisi yada özgün deyiimiyle “istikrar tedbirleri” sanılan bu politika düzenlemesi giderek kalıcı bir nitelik kazandı (Kepenek ve Yentürk, 2005:199). 24 Ocak 1980’de başlatılan yapısal uyum ve istikrar politikaları İMF, Dünya Bankası ve OECD kaynaklı büyük kredi

olanaklarıyla desteklendi. 24 Ocak kararlarıyla oluşturulan istikrar programının temelinde klasik İMF kaynaklı istikrar politikalarıyla uyumlu olarak dengesizliğin ve enflasyonun asıl kaynağının yurt içi artık talep olduğu teşhisi yattığından stabilizasyon önlemlerinin büyük bir bölümü öncelikle kamu harcamaları ve iç talebin kısılmasına yöneltildi (Çeçen, Doğruel ve Doğruel, 1996:111–112). 24 Ocak kararlarının temel amacı bir yandan ulusal ekonominin birikim ve kaynakların dağılım mekanizmalarında pazar fiyatlarının belirleyici unsur oluşturması, diğer yandan da mal ve hizmet ihracatını artırmaya yönelik yoğun bir devlet desteği ile sürdürülen dışa açılması stratejisi hayata geçirilmek istenmesidir. Bu genel strateji altında imalat sanayinin ihracat pazarlarına yönelmesi öncelik kazanmış ve bu amaca uygun olarak yoğun bir teşvik sistemi uygulamaya konulurken, bir yandan da döviz kuru aşınmaya bırakılmıştır (Yeldan, 2004:39). Ekonomi politikasında 1980 dönüşümünün en önemli ve belirleyici öğelerinden biri fiyatlama sürecinin piyasa koşullarına bırakılmasıdır. Bunalım yıllarında, özellikle 1978’den sonra bir çok sınai ürünü piyasada geçerli fiyat ve karaborsa fiyatı olmak üzere ikili bir fiyat yapısına sahipti. 1980’den önce var olan Fiyat Kontrol Komitesi özellikle KİT’lerin ürettiği mallar için bir fiyat belirliyor, bu belirlenen fiyat piyasa koşullarında oluşmadığı için bu durum resmi fiyat ve karaborsa fiyatı olmak üzere ikili fiyat yapısına yol açıyordu. Bu ikili fiyat yapısı mal stoku ve ticaretini olağanüstü karlı kılıyor, daha doğrusu bir rant oluşturuyordu (Kepenek ve Yentürk, 2005:200-2001). 1980 sonrasında bu durumu ortadan kaldırmak için Fiyat Kontrol Komitesi kaldırılmış, KİT’lerin temel mal ve hizmet dışındaki ürün fiyatlarının da serbestçe belirlenmesi yoluna gidilmiştir. Ayrıca tarım ürünleri destekleme kapsamının daraltılması ve bu ürünlerin fiyatlarının piyasa koşullarında belirlenmesi öngörülmüştür (Uysal, 1999:205).

24 Ocak kararlarıyla düzenlenen ve Türkiye’nin yeni ekonomik birikim modeli olan ihracata dayalı kalkınma modelinin benimsenmesi ticari serbestiyle beraber finansal liberalizasyonu da beraberinde getirmiştir. Finansal liberalizasyona aşamalı geçiş yönünde uygulanan politika demetiyle öncelikle iç finansal liberalizasyon politikaları hayata geçirilmeye başlanmıştır. Bu bağlamda iç finansal liberalizasyona ilk adım 1980 Temmuzunda vadeli mevduat ve kredi faizlerinin

serbest bırakılmasıyla atıldı (Boratav, 2004:151). Böylelikle finansal baskı döneminin negatif reel faiz oranı uygulaması yerini pozitif reel faize bıraktı. 1 Temmuz 1980'den itibaren gerek mevduat gerekse kredi faizlerinde benimsenen serbestlik ilkesi uygulamada faizlerin hızla tırmanması sonucunu doğurdu. Faiz oranları çok kısa sürede üçe dörde katlandı (Sönmez, 1992:29). Faiz oranlarının serbest bırakılmasındaki amaç atıl fonların bankacılık sistemine akarak ödünç verilebilir fon arzını artırmasıydı. Fakat faizlerin serbest bırakılması banka-banker rekabetini açığa çıkardı. Kısa vadeyle para toplayıp uzun vadeli plasmanlara paraları aktaran bankerler zor durumda kaldı. Bu kez riski çok yüksek alanlara para aktarmaya giriştiler (Tokgöz, 1999:176). Bununla beraber o dönemdeki bankacılık sektörünün oligopolistik yapısı bankaların bir araya gelerek aralarında faiz yarışına girmeyeceklerine dair "centilmenlik anlaşması"ni imzalamalarına yol açtı. Fakat kısa sürede imzaladıkları centilmenlik anlaşmasını ihlal eden bankalar faizleri artırmaya başladılar. Faiz yarışı bazı bankaların, firmaların batmasına, "bankerler faciası" diye bilinen çöktürlere yol açtıktan sonra 1983 başında yeniden ele alındı. Bu tarihten itibaren faiz oranlarını Merkez Bankası kontrolünde büyük bankaların belirlemesi kararlaştırıldı. 1985'te çıkarılan Bankalar Kanunu'nda da mevduat ve kredi faizlerinin Bakanlar Kurulunca saptanması ilkesi yeniden belirlendi (Sönmez, 1992:28). Merkez Bankası'nın Haziran 1987'de yayımladığı bir tebliğle bankalara belli bir üst sınıra kadar faiz oranlarını kendileri belirlemeleri için izin verilmiştir. Nihayet 12 Ekim 1988'de tüm mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır (TCMB, 2002:13).

İç finansal liberalizasyon açısından faiz oranlarıyla ilgili düzenlemenin ardından döviz kuruna ilişkin düzenlemeler geldi. 1980 öncesinde uygulanan sabit döviz kuru rejiminde Türk lirasının değeri hükümet tarafından değışen ekonomik koşullara göre belirleniyor ve ayarlanıyordu. Ne var ki, ayarlamalarda meydana gelen gecikmeler Türk lirasının bazı dönemlerde belirgin şekilde ve aşırı ölçüde değerlenmesine neden olmaktadır. Bu nedenle Ocak 1980'de uygulamaya konulan istikrar programıyla daha gerçekçi ve esnek bir döviz kuru politikası yürütölmeye başlanmıştır. Böylece Türk lirasının diğler para birimleri karşısındaki değeri önemli oranda düşürölmüş ve kara borsanın varlığını da engelleyen tek bir geçerli kur

oluşmuştur. Mayıs 1981 itibariyle Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası günlük kur ayarlamalarına başlamıştır (TCMB, 2002:11).

Bu arada 1980'lerin başında ortaya çıkan Banker Krizi devletin sermaye piyasalarını denetlemesi gereğini ortaya koymuştur. 28.07.1981 tarihinde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu oluşturulmuştur. Bu kanunda yer alan görevleri yapmak ve yetkileri kullanmak üzere kamu tüzel kişiliğine haiz, idari ve mali özerkliğe sahip Sermaye Piyasası Kurulu 26.04.1982 tarihinde kurulmuştur. Bu tarihten itibaren bankalar ve finans piyasalarında hizmet veren bütün kuruluşlar Sermaye Piyasası Kanununa ve Sermaye Piyasası Kurulunun (SPK) denetimine tabi olmuşlardır.

İç finansal liberalizasyon çerçevesinde atılan bir diğer önemli adım kambiyo rejiminin liberalize edilmesidir. 1982 yılında ticari bankaların döviz bulundurmasına izin verilmesiyle başlayan kambiyo rejimi liberalizasyon süreci Temmuz 1984 yılından alınan 30 sayılı kararla tamamlanmıştır. 30 sayılı Kararnameyle serbestçe belirlenen bir kur rejiminin oluşturulmasına yönelik olarak getirilen düzenlemeler şu şekilde sıralanabilir (TCMB, 2002:11):

- Türk lirası cinsinden banknot, metal para ve diğer ödeme araçlarının ithal edilmesi üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış, ihracı ise Hükümet iznine tâbi tutulmuştur.
- Türkiye'de ikamet edenlerin yabancı para birimi bulundurmaları, döviz hesabı açtırmaları ve dövizle ödeme yapmalarına izin verilmiştir.
- Merkez Bankası, külçe altın ithal ve ihraç etmek üzere yetkilendirilmiştir. Diğer bankaların da yurtiçi pazarda külçe altın satmalarına izin verilmiştir.
- Bankaların Türkiye'de ikamet edenlerden döviz mevduatı kabul etmelerine, yurt dışında döviz bulundurmalarına ve döviz cinsinden işlem yapmalarına izin verilmiştir.
- Her türlü menkul kıymetin ithal ve ihracına izin verilmiştir. Türkiye'de döviz cinsinden ihraç edilen menkul kıymetlerin Türkiye dışında ikamet edenlere satışına izin verilmiştir.

- Yabancıların döviz bozdurmaları ve tüm transferleri bir banka aracılığıyla yapmaları koşuluyla gayrimenkul almalarına ve aynı haklar elde etmelerine izin verilmiştir.
- Yabancıların döviz cinsinden gerekli sermayeyi getirerek yatırım yapmalarına, ticari faaliyette bulunmalarına, hisse satın almalarına, ortaklık kurmalarına, şubeler, temsilcilikler ve acenteler açmalarına izin verilmiştir.
- Bankaların Merkez Bankası tarafından açıklanan döviz kurunun etrafında oluşturulan dar bir aralık içinde kendi işlemlerinde kullanacakları kurları belirlemelerine izin verilmiştir.
- Son olarak, 29 Haziran 1985 tarihi itibarıyla bankaların ticari, ticari olmayan ve bankalar arası işlemleri için kendi kurlarını belirlemelerine izin verilmiştir.

İç finansal liberalizasyon çerçevesinde bankacılık sistemi için de düzenlemeler yapılmıştır. 1983'te, 1982 krizi sırasında bankaların karşılaştıkları likidite sorunlarının yeniden ortaya çıkmasını önlemek, piyasaların güvenli ve düzenli işleyişini temin etmek için Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu kurulmuştur. Ancak sigorta sisteminin kapsama alanı sınırlı kalmıştır. İlk 25 milyon TL'nin yüzde 100'ü, ikinci 25 milyon TL'nin yüzde 60'ı ve 50 milyon TL'nin üzerindeki mevduatlar kapsama alınmamıştır. Yasa, hükümetin bankaları devralmalarına, gerektiğinde yeni sermaye koymalarına ve bankaların verimsiz varlıklarını satın almalarına izin vermemiştir. Hükümet yasaya göre bankaların yönetimlerini değiştirme ve likiditelerini iyileştirmeleri için önlemler alma yetkilerine sahip olmuştur (Kandemir, 2006:145). Diğer taraftan mali aracılığın (financial intermediation) maliyetini azaltmak amacıyla mevduat faizi gelirinden elde edilen stopaj vergileri 1983 ve 1984 yıllarında düşürülmüştür (Binay, Kunter, 1998:5). 1985 yılında yenilenen Bankalar Kanunu'nun amaçlarından biri olan Türk bankalarının uluslararası piyasalarda rekabet gücünü artırmak amacıyla aynı yıl Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı 6 No'lu tebliği ile "Sermaye Tabanı/Risk Ağırlıklı Varlıklar, Gayri Nakdi Kredi ve Yükümlülükler" standart rasyosu yayınlanmıştır. Yayınlanan bu tebliğ bankalar için minimum sermaye taban zorunluluğu getirerek, sermaye

yeterlilik oranını uluslararası normlara uygun olarak hesaplanması uygulamasını başlatmıştır. Bankaların sermaye yeterliliği, aktiflerin niteliği, karlılık ve likidite açısından dikkatli ve düzenli bir denetime tabi tutulması amacıyla 1986 yılından itibaren üç, altı, dokuz aylık ve bir yıllık olarak hazırlanan bilânçolarını Merkez Bankasına göndermeleri zorunlu duruma getirilmiştir. Ayrıca 1987 yılından itibaren bankaların bilânçolarının her yıl dış denetime tabi tutulması uygulaması başlatılmıştır (Turgut, 2006:176).

1985 yılına kadar hükümetler finansal açıklarını kapatmak için Merkez Bankası kaynaklarını yoğun biçimde kullanmışlardır. Bu da para politikasının maliye politikasına bağlı olması sonucunu doğurmuştur. Mayıs 1985'te hükümet kamu finansmanı için ilk kez devlet tahvili ve hazine bonosu (DİBS) ihraç etmiş, borç finansmanının da Merkez Bankası Bilançosu üzerindeki olumsuz etkisi bir anlamda hafiflemiştir. Ayrıca ihalelerde belirlenen faiz oranları gösterge faiz oranlarından biri olarak kabul edilmeye başlamıştır. İhalelerin getirileri faiz oranlarının geleceği hakkında piyasalara fikir vermeye başlamıştır (Toprak, 2006:54)

1986 yılında Merkez Bankası, Bankalararası Para Piyasasını (interbank) kurmuştur. Bu sayede bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarının karşılanması ve fon fazlalarının sistem içinde değerlendirme imkânı oluşmuştur. Buna mukabil yine aynı yıl SPK'nın izniyle İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurulmuştur. Bu gelişmelerden sonra Şubat 1987'de Merkez Bankası DİBS'leri kullanarak Açık Piyasa İşlemleri (APİ) gerçekleştirmeye başlamıştır. Böylelikle para politikasının yürütülmesinde köklü değişiklikler uygulamaya geçirilmiştir.

1988 Ekim'inde Merkez Bankası tarafından döviz için interbank piyasası kurulmuştur. Bu piyasada bankalar, özel finans kurumları ve diğer yetkili kurumlar katılımcı olarak bulunmaktadır. Merkez Bankası 1989 yılında altın piyasasını oluşturmuştur. Bankalar, özel finans kurumları ve diğer yetkili kurumlar bu piyasada alım ve satım yapmaktadır (Turgut, 2006:177).

Finansal liberalizasyon süreci için önemli olan bu düzenlemeler Türkiye'nin dünya finans piyasalarına eklenmesi açısından önemli olmakla beraber 1989 yılına kadar finansal piyasalara tam entegrasyon sağlanmış değildir. Kuşkusuz bu düzenlemelerle beraber yerleşik ve yerleşik olmayanlardan kaynaklanan sermaye hareketliliğinde artış olmaya başlamışsa da sermaye akımlarındaki asıl sıçrama dış finansal liberalizasyonun sağlanmasından sonra yaşanmıştır.

3.1.2. Dış Finansal Liberalizasyon Dönemi (1989-1999)

1984 yılı Temmuz ayında çıkarılan 1567 sayılı "Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanununa İlişkin 30 Sayılı Karar" ile başlayan yarı açık kambiyo rejimi 1989 yılına kadar sürmüştür. 11 Ağustos 1989 tarihinde yürürlüğe giren 1567 sayılı kanuna ilişkin 32 Sayılı Karar Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunuyla ilgili olarak kur rejiminde serbestleşmeye gidilmesinde en önemli adımlardan biri olarak kabul edilmektedir. Bununla birlikte tam açık kambiyo rejimi başlamıştır. 32 Sayılı Kararın, finans sektörünün temelini oluşturmasıyla, Türk sermaye piyasasının dünya finans piyasaları ile entegrasyonu sağlanmıştır (Turgut, 2006:178). Bu kararname ve ilgili düzenlemelerle sermaye hareketleri tamamen liberalleştirilmiş ve konvertibiliteye yönelik en önemli adımlar da atılmıştır. 32 No'lu kararnameyle getirilen temel düzenlemeler şöyledir (TCMB, 2002:17):

- Türkiye'de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiç bir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmaları için herhangi bir kısıtlamaya tâbi değildirler.
- Türkiye'de yerleşik kişiler, Türkiye'de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları dövizleri ülke içine getirebilirler.
- Yurtdışında yerleşik kişilerin İMKB'de kote edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymetleri 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 bonusu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurtdışına transfer etmeleri serbesttir.

- Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurtdışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir. Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurt dışına çıkarmaları serbesttir.
- Yabancı sermayenin satışından yada tasfiyesinden doğan gelirler bankalar yada özel finans kurumları aracılığıyla ülke dışına transfer edilebilir.
- Yurtdışından döviz kredisi almak serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin Türk lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin ana para ve faizleri Türk lirası yada döviz olarak transfer ettirmeleri serbesttir.
- Gayrimenkul satışları üzerindeki yasak kaldırılmıştır ve gayrimenkul satışından elde edilen gelirin transfer ettirilmesi serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurt dışına Türk lirası göndermeleri serbesttir.
- Bankalar ve özel finans kurumları ithalat, ihracat ve görünmez transferler dışında 500.000 ABD doları yada eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında temsilcilik ve irtibat büroları vb. açmaları serbesttir.

32 sayılı karar kamuoyuna sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması biçiminde yansımışsa da esas olarak konvertibiliteye geçişin büyük adımı, daha açık bir anlatımla “adı konulmamış tam konvertibilite” kararı sayılabilir (Kepenek, Yentürk, 2005:322). 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). Sermaye hareketlerinin liberalizasyonun önemi salt tarihsel gelişmeden kopmayı ifade

etmesinden kaynaklanmamaktadır. Bunun dışında sermaye hareketlerinin bütünüyle serbestleşmesi, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de spekülasyon ve istikrarsızlık boyutlarını büyütüştür. Özellikle kamu otoritesi bu tür uluslar arası para hareketlerinin kamu finansmanı için yararlanma yoluna yönelince bu spekülasyon ve istikrarsızlık eğilimi potansiyel olmaktan çıkıp fiili olgular haline gelmekte ve ekonomiyi çok boyutlu bir kriz ortamına sürüklemektedir (Berksoy, 1995:610).

Nitekim iç ve dış finansal liberalizasyon düzenlemelerinin hayata geçirilmesinden sonra kambiyo kontrollerinin kaldırılarak sermaye hareketlerinin bütünüyle denetim dışı bırakıldığı 1989-1993 dönemi 1994 finansal (döviz) krizi ile sonuçlanmıştır (Yeldan, 2004:84). Güçlü bir liberalleşme hareketi ile dışa açılmış ve hızla büyümekte olan ekonominin ilk tökezleyişi 1994 yılında gerçekleşti. Yurtdışından ülkeye TL değer kaybı ve yüksek TL faizi arbitrajından faydalanmak üzere hızlı bir yabancı sermaye girişi başlamıştı. 1990-1993 yılları arasında ülkeye 23 Milyar dolara ulaşan bir özel sermaye girişi oldu. Bu sermaye girişi sabit sermaye yada portföy yatırımları ile değil bankacılık sektörü ve özel sektör üzerinden gerçekleşiyordu. Bu dönemde para politikası ve döviz kuru rejimi ödemeler dengesi kaynaklı bir döviz krizinin önlenmesini amaçlıyordu ama hızlı sermaye girişinin sağladığı finansman desteğiyle ekonominin hızla büyümeye başlaması sonucunda cari denge açığı da hızla artıyordu. Öte yandan bu dönemde yüksek sermaye girişine rağmen Merkez Bankasının rezervleri 1990 yılında 5 Milyar doların altındayken 1993 yılı ortasında ancak 7 Milyar doların üzerine yükselebilmiştir (Özel, 2005:153). Bu dönemde hükümet kısa dönemli iktisat politikaları açısından en önemli amacının faiz oranlarını düşürmek olduğunu açıkça ifade etmeye başlamıştır. Bunun üzerine Ocak 1994'te kredi derecelendirme kuruluşu Moody's Türkiye'nin kredi notunu Baa3'ten Ba1'e indirmiştir. Bu olaydan kısa bir süre sonra bir diğer kredi derecelendirme kuruluşu olan Standard and Poors'ta Türkiye'nin kredi notunu BBB'den BBB-'ye düşürmüştür. Her iki kuruluşta yatırımcılara olumsuz sinyaller vererek kısa dönemli sermaye çıkışına yol açan bir güven kaybına neden olmuşlardır. Öte yandan faiz oranlarının düşürüleceğinin açıklanması devalüasyon beklentilerini artırarak döviz talebini kamçulamıştır. Bu gelişmeler döviz kurunda yüksek oranlı

dalgalanmayı beraberinde getirmiştir. Ocak 1994'te döviz kuru 19.000 TL/\$ düzeyindedir. Yabancı paraya olan talebi karşılamak amacıyla yapılan büyük müdahale sonrasında, Merkez Bankası'nın başlangıçta 7 Milyar dolar olan uluslararası rezervleri Nisan 1994'te 3 Milyar dolara düşmüştür. Bu büyük müdahaleye rağmen devalüasyon kaçınılmaz hale gelmiş ve döviz kuru Nisan 1994'te 38.000 TL/\$ olmuştur (Yentürk, 2005:143-144; Kepenek ve Yentürk, 2005:581). 5 Nisan 1994'te hükümet temel göstergeleri düzeltmek amacıyla harcamalarda büyük miktarda kesintiyi ve refah vergisinin konulmasını içeren yeni bir istikrar paketi açıklamıştır. Yabancı paraya hücumu sınırlamak ve hükümetin kısa dönemli iç borçlanmasına fon sağlamak amacıyla Hazine Mayıs ayında yüzde 400 faiz oranı önermek zorunda kalmıştır. Özetle temel göstergeleri düzeltmeksizin faiz oranlarının düşürülmeye çalışılması faiz oranlarına bir sıçramaya neden olmuştur (Yentürk, 2005:145). Finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçirilmesinden sonra yaşanan sermaye akımları başta döviz kuru olmak üzere ekonominin diğer makroekonomik göstergeleri üzerinde istikrarsızlık yaratarak ülkeyi finansal şoklara karşı kırılgan hale getirmiştir.

3.1.3. Finansal Kriz ve Sonrası Dönem (2000-2007)

Türkiye ekonomisi 1994'te yaşadığı finansal krizi 5 Nisan kararlarıyla kısa dönemde atlattıysa da finansal liberalizasyondan sonra spekülasyon sermaye hareketlerine dayalı krizlerden ve istikrarsız makroekonomik ortamdan yakasını kurtaramamıştır. Ekonominin yapısal sorunlarını ciddi yapısal reformlarla çözmek yerine günü kurtaran anlık politikalar uygulanmış, sonuçta ekonomideki kırılganlık giderilememiştir. Yine 1990'lı yıllar boyunca kronik enflasyona bir çare bulunamamış ve ekonomik birimler adeta enflasyonla yaşamaya alışmışlardır. Bununla beraber 1995 yılına kadar artışı yavaşlayan dolarizasyon olgusu 1996 yılında artan bir şekilde ortaya çıkmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2005:586). 1990'ların ikinci yarısında da genel ekonomik performans, ödemeler dengesi sermaye hesabındaki değişmelere, diğer bir deyişle net sermaye girişinin artmasına veya azalmasına bağımlı bir seyir izlemiştir (Celasun, 2002:8).

Türkiye ekonomisi 1990'lı yılları giderek sıklaşan aralıklarda yaşadığı bir kriz süreci içinde geçirmiştir. Bu on yıl boyunca 1994 5 Nisan'ı, 1998 IMF yakından izleme programı gibi kısmi istikrar programları uygulamaya konulmuş olsa da bunların kalıcı bir başarısı olamamış ve ulusal ekonomi 1998 Asya ve Rusya krizlerinden de olumsuz yönde etkilenecek, ağır bir daralma içine itilmiştir (Yeldan, 2004:159). 1998 yılında Türkiye artık IMF, Dünya Bankası (DB), Dünya Ticaret Örgütü ve uluslararası finans ve derecelendirme kuruluşlarının denetim ve gözetiminde ekonomik ve siyasal kurumlarını neo-liberal koşullandırmaların biçimlendirmesini kabullenmiş ve uluslararası işbölümünde kendisine biçilen yeni rolü üstlenmiştir. Bu rolün ana özellikleri şu şekilde özetlenebilir (BSB, 2006:2):

- Uluslararası ve yerli finans sermayesine sermaye hareketleri üzerine sınırsız serbestlik güvencesi sağlayarak, yüksek finansal getiri sunmak,
- Üretimde ithal girdi kullanma ve ithal mal tüketme eğiliminin kuvvetlenmesine izin vererek, finansmanı esas itibariyle spekülasyon sermaye tarafından sağlanan bir ucuz ithalat cennetine dönüşmek,
- Kamu iktisadî kuruluşlarını yerli ve uluslararası özel sermaye şirketlerine doğrudan yabancı sermaye cezbetmek uğruna yok pahasına özelleştirmek.

Bu bağlamda öncelikle yüksek enflasyon olgusunu ortadan kaldırmak amacıyla Aralık 1999 tarihinde IMF'ye bir niyet mektubu gönderilmiştir. Merkez bankası ve IMF önderliğinde hazırlanan kapsamlı bir stabilizasyon programı ile ekonomi yönetimi 2000 yılına iddialı başladı. "Türkiye'nin Enflasyonla Mücadele Programı" olarak adlandırılan bu programın geniş kapsamlı, güçlü, iddialı, cesur,yaratıcı, teknik açıdan mükemmel ve her şeyden önce başarılabilir olduğu belirtiliyordu. IMF 2000-2002 yılları arasında uygulanacak programı 4 Milyar dolarla destekledi (Özel, 2005:161). Program çerçevesinde 2000 yılı enflasyonunu (12 aylık TÜFE enflasyonu) Aralık 2000 sonu itibariyle yüzde 25'e (TEFE enflasyonunu yüzde 20'ye) düşürmek, TEFE ve TÜFE enflasyonunu 2001 yılı sonunda yüzde 10-12'ye ve 2002 yılı sonunda da tek haneye düşürmek hedeflenmekteydi. Programın genel olarak 3 ayağı bulunmaktaydı: Sıkı mali disiplin, döviz kuru çıpası ve yapısal reformlar. Sıkı mali disiplin amacına yönelik olarak

kamu kesimi performansını ölçmek amacıyla konsolide bütçe dengesi ile yetinmeyerek kamunun diğer harcama kalemleri de denetim altına alınmıştır. Bu amaçla kamu kesimi temel dengesi kavramı geliştirilmiştir. Kamu kesimi temel dengesi, merkezi bütçe, bütçe dışı fonlar, yerel yönetimler, finans sektörü dışında faaliyet gösteren kamu teşebbüsleri, Merkez Bankası ve kamu bankalarının görev zararlarını kapsamaktadır. Bu tanıma göre program 1999 yılı itibariyle ulusal gelire oranla yüzde 2.8 açık veren kamu kesimi temel dengesini 2000 yılı için GSMH'nin yaklaşık yüzde 1.5 olarak tahmin edilen deprem harcamaları hariç tutulursa, GSMH'nin yüzde 3.7 seviyesinde bir fazlaya yükseltmeyi hedeflemektedir. Böylece programda kamu kesimi temel dengesi büyüklüğü 1999'dan 2000'e GSMH'ye oran olarak toplam yüzde 6.5'e varan bir yeniden yapılanma hedeflemiştir (Yeldan, 2004:163). Öte yandan döviz kuru çıpası ile de döviz fiyatındaki artışın enflasyon hızının altında kalması sağlanacak, böylelikle döviz fiyatındaki istikrar bir yandan dış sermaye girişini pompalarken, bir yandan da enflasyon hızını aşağı çekecekti (Kazgan, 2005:239). Bununla beraber program döviz kuru çıpasının ticaret dengesi üzerindeki olası olumsuz etkilerini ve spekülatif şoklara karşı dayanamayacağını öngörerek aşamalı bir artan dalgalanma marjı planlamıştı. Buna göre öncelikle 1 Dolar + 0.77 Euro'dan oluşan bir sepet yaratılmış ve bu sepetin günlük aşınması 2000 yılı sonuna dek Merkez Bankası'nca belirlenerek yüzde 20 oranında değer yitirmesi planlanmıştır. Kur sepeti 2001'e kadar sabit ölçüde değer yitirdikten sonra merkez parite etrafında simetrik olarak genişleyen bir bant uygulamasına geçilecektir. Bu bant her yıl bir ucundan diğer ucuna yüzde 15 puanlık bir oranda genişleyecek ve bantın toplam genişliği Aralık 2001 sonunda yüzde 7.5'e, Haziran 2002'de yüzde 15'e, Aralık 2002'de de yüzde 22.5'e çıkartılacaktır (Yeldan, 2004:166-167). Anlaşılabacağı üzere bu kur rejiminin seçilmesinin nedeni TL değer kaybının yavaşlamasıyla enflasyonun dizginlenmesiydi. Bu döneme kadar enflasyonu takip eden (ve bu nedenle enflasyonu kronik hale getiren) döviz kurlarındaki artış kontrol edilerek artık enflasyonun yavaşlatılan döviz kuru artışını takip edeceği ümit ediliyordu. Bir anlamda 2000 yılından önce Merkez Bankası için dış ticaret dengesindeki bozulmanın önlenmesi, enflasyonun düşürülmesine göre daha öncelikli bir hedefken yeni programla bu öncelik yer değiştirmiş oldu;

enflasyonu düşürme çabası en önemli hedef haline geldi ve ödemeler dengesinin sağlığı ikinci plana bırakıldı (Özel, 2005:163).

Programın makroekonomik istikrar boyutu, enflasyonda şok nitelikli bir düşüş öngörüyordu, öyle ki, 2002 sonunda tek haneli bir rakama inmiş olacaktı. Bu nedenle para tabanındaki genişleme para kurulu sistemini andırır biçimde ancak TCMB'nin net dış varlık artışına inhisar edecek, net iç varlıkları Aralık 1999'daki düzeyde dondurulacaktı; ancak bunun yüzde ± 5 'i kadar değiştirebilecekti. Böylece para talebindeki artış faiz hadlerini artırırken, dışardan sermaye girişi ülkenin likidite ihtiyacını karşılayabilecekti. Öte yandan girişlerin etkisiyle faiz hadleri düşüyorsa bu kez sermaye geri dönecek böylece mali piyasalar dengelenecekti (Kazgan, 2005:239). IMF'nin bu sistemi tercih etmesinin iki nedeni vardı. En başta gelişmekte olan ülkelerdeki politikacılara güvenemiyordu. 1980'lerde Latin Amerika ülkelerinde bolca görülen hiperenflasyonlar, bütçe harcamaları için hükümetlerin Merkez Bankası'ndaki para makinelerini çalıştırarak ucuz para bulmaları nedeniyle ortaya çıkmışlardı. Otomatik pilot mekanizması karşılığında döviz girişi olmadıkça para basılmasını engelleyecekti. Hükümet TL ihtiyacı için ancak iç piyasadaki borçlanabilecek yada yurt dışından döviz borçlanarak Merkez Bankası'na satacağı. İkinci önemli neden de merkez bankalarının hükümetlere çok bağımlı olmaları ve yönetimlerin de yetersiz olmalarıydı. Otomatik pilot uygulaması bu güvensizlik sorununu da çözecekti (Özel, 2005:164). Uygulamaya konulan dezenflasyon programı Merkez Bankası'nı pasif bir konuma itiyordu. Bununla beraber piyasalarda olumlu havanın sürdüğü durumlarda para kurulu gereği Merkez Bankası'nın aktif müdahalesine de gerek kalmıyordu. Fakat programın açmazlarında birisi de piyasalardaki olumlu koşulların tersine dönmesi sonucunda olabilecekleri hesaba katmamış olmasıdır.

Programın uygulamaya konulmasının ardında yılın ilk sekiz ayı bayram havasında geçti. Ülkeye 10 Milyar dolardan fazla sermaye girişi olmuş, bu arada cari işlemler açığı da 7 Milyar dolara varmıştı. Enflasyon yılın başında (TEFE) yüzde 66.7'den 3. çeyrekte yüzde 48.4'e düşmüştü. Bu sınırlı düşüş TL'nin aşırı değerlenmesini de birlikte getirmiş, cari işlemler açığı denetlenemez hale gelmişti.

Başta R. Dornbusch, pek çok yerli yabancı iktisatçı döviz çapasına dayalı istikrar programlarının kriz nedeni olabileceğini özenle belirtiyorlardı. 2000 yılının bir diğer önemli olayı da faiz hadlerindeki hızlı düşüş oldu. Sonbahara girerken TL'deki aşırı değerlenmeye rağmen sıcak paranın getirisi yüzde 2'nin altına düşmeye başlamıştı. Ayrıca cari işlemler açığının büyümesi devalüasyon beklentisi yaratıyor, bu da giren sermaye açısından getirisi düşerken kayıp rizikosunu büyütüyordu (Kazgan, 2005:239-240). Öte yandan küresel faizler de hareketlenmeye başlamıştı. Rusya krizi sırasında yüzde 4.75'e kadar gerileyen ABD dolarının gecelik faizi yükselmeye başlamış ve 2000 yılı ortasında yüzde 6.5'e kadar çıkmıştı. Küresel faizlerin yükselmesi, Türkiye'nin döviz fonlama faizlerinin de büyük olasılıkla yükselmesi ve yabancı yatırımcıların Türkiye'ye olan ilgilerinin zayıflaması demektir. Bu da para kurulu ilkeleriyle para politikasını yönlendiren Türkiye'de TL likiditesinin azalması ve TL faizlerin yükselmesi anlamına gelecekti. Hızla yükselmekte olan cari işlemler dengesi açığı ve bunun ağırlıklı olarak açık döviz pozisyonlarını hızla büyütmekte olan bankacılık sistemi üzerinden fonlanıyor olması ekonomiyi yurt dışındaki bu gelişmelere daha hassas hale getiriyordu (Özel, 2005:171). Program uygulamaya konulduktan sonra enflasyonda iniş beklendiği kadar hızlı olmadı. Reel kur değerlenme eğilimine girdi. İthalatın hızla artmasıyla dış açık kaygı verici boyutlarda büyümeye başladı. Sıkı maliye politikasına rağmen programın yapısal önlemlerinde beklenen hız sağlanamayınca, programın kredibilitesinde azalma ve iç borçlanma faizlerinde yükselme başladı (Celasun, 2002:15).

Öte yandan bankacılık sektörü program yürürlüğe girmeden önce ciddi kırılganlıklar taşımaktaydı. Özellikle de programın yürürlüğe girmesinden sonra da ilgili reformların yapılmamış olması kriz öncesi dönemde bankaların kırılganlığını artırmaktaydı. Bunların arasında, vade uyumsuzluğu ve geri dönmeyen borçların artması, kamu bankalarının görev zararlarının yükselmesi, bildirim zamanı dışında açık pozisyonlarının kontrol altına alınamamış olması, çok sayıda küçük ve sermayesi yetersiz bankanın izlenememesi, banka bilançolarında kamu kağıdı oranının yüksek olması ve bankaların faiz riski taşımaları, döviz fazlalarının olmaması gibi özellikler sayılabilir (Kepenek ve Yentürk, 2005:590).

Kısaca özetlemek gerekirse, Türkiye 2000 yılının Sonbaharında yüzde 27'lere ulaşmış TÜFE enflasyonu, GSMH'nin yüzde 4'ünü geçmiş cari işlemler açığıyla, artan ithalat giderleri ve dış borçlarla, azalan ihracat gelirlerine karşılık yabancı sermaye girişinin sağlanamadığı bir konumdaydı ve devalüasyon beklentisi artmıştı. Sonuçta yabancı fon yöneticileri plasmanlarını tasfiye etmeye başlamış ve kredileri kesmişlerdir. Böylece yaklaşık 4 milyar 800 milyon dolarlık portföy yatırımı ülkeden çıkmış ve devalüasyon beklentisi içindeki bankalar açık pozisyonlarını kapatmak telaşıyla döviz taleplerini artırmışlar ve piyasa da likidite sıkıntısı başlamıştır. Merkez Bankası artan likidite ihtiyacına karşılık, IMF programı çerçevesinde belirlenen döviz rezervlerini minimum seviyede tutmak ve parasal tabanı net dış varlıklardaki artış oranında yükseltmek hedefleri uyarınca piyasa likidite vermemiştir. Döviz talebindeki artış, faiz oranları artırılarak frenlenmek istenmiştir. Faizlerin aşırı derecede yükselmesi sonucunda bünyesinde çok fazla DİBS bulunduran Demirbank'a el konulmuş ve TMSF'ye devredilmiştir (Güloğlu, 2001:6).

Likidite sıkıntısı baş gösterdikten sonra iki gün direnen ve uygulanan programın gereği olarak karşılığında döviz almadıkça bankalara TL olarak kredi vermeyen Merkez Bankası, faizlerin hızla yükselmeye başladığını ve bunun temelde bir krize dönüşerek tüm bankacılık sistemini olumsuz etkileyeceğini idrak edince net iç varlık limitini gevşeterek bankalara gerekli likiditeyi vermeye başladı. Net iç varlık iki gün içinde hızla yükseldi ve piyasa ihtiyacı olan likiditeye kavuştu. Merkez Bankası IMF ile mutabakat içinde net iç varlık artışını gerçekleştirmişti. Ancak 30 Kasım tarihinde yapılan basın duyurusuyla net iç varlık göstergesinin yeniden dondurulacağı ve gün sonu ekstra repo yapılmayacağı, sisteme ek likiditenin eskiden olduğu gibi sadece döviz karşılığında sağlanacağı açıklandı (Özel, 2005:173). Bu açıklama piyasaların tedirginliğini yeniden artırdı. Yaşanan Kasım çalkantısından sonra Merkez Bankası'nın hiçbir şey olmamış gibi programa sıkı sıkıya bağlı kalacağını açıklaması ülkeyi tekrar benzer bir krize açık hale getiriyordu. Bu dönemde yaşanan ilginç gelişmelerden birisi de IMF'nin döviz atağı olarak nitelediği bu çalkantıdan sonra 4 Aralık 2000'de hükümete programdan vazgeçmesi için talepte bulunmuş olmasıdır. Bunun nedeni IMF'nin döviz atağı olduğu için rezervlerin

tükenebileceği kanısına varmış olmasıdır. Hükümet programdan vazgeçme kararını almamıştır (Yentürk ve Kepenek, 2005:593).

Kasım çalkantısında TMSF'ye devredilen Demirbank rasgele bir banka değildi ve şöyle bir özelliği vardı. 2000 yılında yapılan DİBS ihraçlarının yaklaşık yüzde 15'ini aldığı ve toplam DİBS stokunun yaklaşık yüzde 10'unu taşıdığı tahmin ediliyordu. Bu büyük DİBS stokunu taşımak için ise kısa vadeli dış ve iç borçlanma yapıyordu. Örneğin, pasif toplamı içinde vadeli mevduatın oranı ancak yüzde 1 dolayında olduğu tahmin ediliyordu. Bu durumun ortaya çıkmasıyla Demirbank için öncelikle dış borçlanma kanalları tıkanı. Ardından iç borçlanma kanalları da tıkanı ve taşıdığı DİBS stokuna rağmen Demirbank diğer yerli bankalardan borç alamadı. Sonuçta Demirbank zorunlu olarak DİBS stokunun bir bölümünü satmak istedi. Ardından fiyatlar düşmeye, faizler artmaya başladı. Diğer yandan, kısa vadeli borç oranı yüksek olan kamu bankaları da kısa vadeli borçlanmayı sürdürmek zorunda olduklarından faizler üzerinde ek bir baskı oluşuyordu (Uygur, 2001:17).

Faiz oranlarındaki artış, portföylerinde çok sayıda devlet borçlanma senedi bulunduran ve bu kağıtları daha kısa vadeli kaynaklarla finanse eden bazı bankaların mali yapılarını kötü etkilemiştir. Bankaların bilançolarındaki bu kötüye gidiş finansal piyasalara olan güveni azaltarak Kasım ayında, programın sürdürülebilirliğine ilişkin endişeleri ortaya çıkarmıştır. Yabancı yatırımcılar Türkiye'deki portföylerini azaltmaya başlamışlardır. Hızlı sermaye kaçıışı önemli ölçüde yabancı fonlara bağımlı olan bankalar için ciddi likidite sorunları yaratmıştır. Finans piyasalarındaki çalkantılar ve 5,2 milyar ABD dolarını geçtiği tahmin edilen yabancı sermaye kaçıışı Merkez Bankası döviz rezervlerinde azalmaya neden olmuştur. Rezervlerin azalmasıyla birlikte faiz oranlarında ani bir artış gözlemlenmiştir (TCMB, 2002:51).

Demirbank'ın ardından diğer bankalara el konulacağı beklentisi paniğe yol açmış ve 22 Kasım'da bankalararası piyasalarda ortalama gecelik faiz yüzde 110.8'e çıkmış ve en yüksek değer olarak da yüzde 210'a ulaşmıştır. 15 Kasımda 13256 olan IMKB 100 endeksi sürekli azalarak 4 Aralıkta 7329 puana gerilemiştir. Panik havasını dağıtmak isteyen Merkez Bankası, sonuçta piyasaya para sürmek zorunda

kalmıştır. 17 Kasım 2000 tarihinde 24 milyar 433 milyon dolar olan Merkez Bankası brüt döviz rezervi 1 Aralıkta 18 milyar 942 milyona inmiştir. Kasım krizinin derinleşmesini IMF 'in 7.5 milyar dolar tutarında ek kredi vermesi ve halkın her şeye rağmen TL'den dövize geçmemesi önlemiştir. Kasım krizinden sonra, IMF'nin de uyarılarına rağmen kur çıpasına devam edilmiştir. IMF kredisi ek rezerv kolaylığı (Supplemental Reserve Facility) şeklinde verildiğinden vadesi çok kısa ve maliyeti yüksek olmuştur. Böylece kur çıpası yüksek bir maliyet ödenerek savunulmuştur (Güloğlu, 2001:6).

Kasım krizi aşıldı derken, tam üç ay sonra 19 Şubat 2001'de Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasındaki bir tartışma ikinci bir spekülasyon saldırısını başlattı ve bu kez döviz krizi başladı. 21 Şubat'ta bankalararası para piyasasında gecelik faiz yüzde 6200'e kadar çıktı ve ortalama yüzde 4018.6 oldu. 16 Şubatta 27.94 milyar dolar olan Merkez Bankası döviz rezervi 23 Şubat'ta 22.58 milyar dolara indi ve rezerv kaybı 5.36 milyar dolar oldu. Kasım krizinde dövize saldırı yabancılarla sınırlı kalmıştı, Şubat krizinde yerlilerin de, özellikle bankaların dövize saldırdığı görüldü. Dövize yapılan saldırıya dayanma gücü kalmayınca, TCMB 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakıldığını açıkladı. 19 Şubatta 1 doların piyasa satış kuru 686 500 iken, 23 Şubatta 920 000, 28 Şubatta 960 000 oldu, yani kur artışı on gün içinde yüzde 40'a ulaştı. Kasım ayında yara alan enflasyonu düşürme programının da sonu gelmiş oldu. Şubattaki artık bir döviz kriziydi ve ateşlenmesi farklı bir olayla da olabilirdi. Faizin neredeyse göklere çıkması dövize olan talebi engelleyemedi (Uygur, 2001:23).

Türkiye'de Şubat krizinden sonra 15 Mayıs 2001 tarihinde açıklanan ve Güçlü Ekonomiye Geçiş (G.E.G) Programı olarak adlandırılan yeni bir program yürürlüğe girmiştir. Bu program ilk kez 14 Nisan 2001 de basına açıklanmış daha sonra 3 Mayıs 2001 tarihli niyet mektubuyla da yeniden biçimlendirilmiştir. Yeni programda sürdürülmekte olan döviz kuru çıpasına dayalı kur rejimi terk edilerek dalgalı kur rejimine geçilmesi kararlaştırılmıştır. Gerekli görüldüğü durumda piyasaya likidite verilmesi öngörülmüştür. G.E.G. Programı ekonomideki yapısal sorunların önemini vurgulayarak, bu konuda reformlar yapılmasını hedeflemekteydi

(Güloğlu, 2001:7). Söz konusu yapısal reformlar arasında Merkez Bankası'nın özerkliğinin yasal olarak tanınması; kamu bankalarının görev zararlarının kaldırılması; devlet bütçesinde şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin sağlanması için borçlanma faaliyetlerinin yasayla yeniden düzenlenmesi; bütçe içi ve bütçe dışı fonların kaldırılması; daha etkin, rekabetçi ve uluslararası normlara uygun kamu ihale sisteminin oluşturulması için yasal düzenleme; sivil havacılık, telekom, doğağ gaz, şeker ve tütün gibi ekonominin önemli sektörlerinde rekabetin ve etkinliğin artırılması için üst-kurulların oluşturulması bulunmaktaydı. Bu yapısal reformların hemen hemen hepsi de 2001, en geç 2002 yılı içinde uygulamaya konmuştur (TÜSİAD, 2002:33).

Sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesinden sonra ekonomik faaliyetler çok daha kırılğan ve oynak hale gelmiştir. İstikrarsız faiz oranları ve döviz kurları ve hükümetin finansal piyasalardaki ağırlığı vadelerin ve ekonomik birimlerin geleceğe yönelik planlama dönemlerinin daha da kısalmasına neden olmuştur. Bütün bunlardan dolayı, sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi politika yapıcıların işini daha da zorlaştırmış, ekonomide iniş çıkışlara yol açmış, ekonomik faaliyetin ağırlıklı olarak yurtdışından sağlanan daha çok kısa vadeli olan sermayeye bağlı olmasına neden olmuştur (TCMB, 2002:63).

İktisatçıların önemli bir bölümü IMF'nin 2000 yılında Türkiye'de uygulattığı programının katı yapısının 2001 krizinin patlak vermesi üzerinde belirleyici bir etki yapmış olduğu düşünmektedirler. Programın sıcak para giriş ve çıkışları karşısında parasal genişleme ve daralmaları otomatik hale getiren öğesi 2000 yılında ekonominin aşırı ısınması karşısında aciz kalmış, sermaye çıkışları başladığında da faizleri astronomik düzeylere sürükleyerek finansal çöküşü hızlandırmıştır. Enflasyonu aşağı çekmek amacıyla uygulanan döviz kuru çıpasının fiyat hareketleri üzerinde beklendiği ölçüde etkili olmaması da programın çökmesine katkı yapmıştır (Boratav, 2004:181). Kamu bankalarında büyük artış gösteren görev zararı stokları bu bankalarda likidite riskini arttırırken, nakit iç borçların finansmanını ve çevrilmesini sağlayan özel bankaların bilânçolarında kur ve faiz riskleri birikmiştir. 1994 krizinden sonra, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kapsamındaki banka

mevduatlarına sağlanan devlet güvencesi, bankacılık sektöründe ahlaki risk (moral hazard) taşıyan davranışları teşvik etmiş ve (batık bankaların devralınması veya kurtarılması anlamında) devletin muhtemel mali yükümlülükleri (contingent liabilities) yeterli saydamlık kazanmadan büyümüştür. Uzun bir süre gereği duyulmasına ve gündemde olmasına rağmen, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) gecikmeli bir biçimde fiilen çalışmaya ancak 2000 Ağustos sonunda başlayabilmiştir. Devletin bütçe-dışında biriken mali riskleri ve yükümlülükleri krizden sonra realize edilip formel iç borca dönüşünce, bütçenin ağırlaşan faiz yükü devletin ekonomiyi yönlendirme kapasitesini bir süre felce uğratmıştır (Celasun, 2002:13).

2000-2001 krizlerinin maliyeti çok büyük olmuştur. BDDK'nın "Bankacılık Sektörünün Güçlendirilmesine Yönelik Çabalar ve İmar Bankası Olayı" başlıklı raporuna göre (BDDK, 2003) 2000-2001 bankacılık krizlerinin maliyeti 47.2 Milyar dolarla 2001 yılı milli gelirinin yüzde 32'sine ulaşmıştır. Söz konusu rakamın belirli bir kısmı kamu kaynaklı olarak meydana gelirken önemli bir kısmı özel bankalardan kaynaklanmıştır. Döneme ilişkin kamu bankalarının görev zararı olarak 19 Milyar dolar, kamu bankalarına sermaye desteği 2.9 Milyar dolar kaynak transferi yapılmıştır. Diğer taraftan TMSF'ye devredilen bankaların sorunlarının çözümlenmesi amacıyla 22.5 Milyar dolar, özel banka sermayelerinin güçlendirilmesi için 2.8 Milyar dolarlık bir maliyet ortaya çıkmıştır (Miynat, 2007:79).

Gerek 1994 gerekse 2000-2001 krizleri benzer sinyaller vermiştir. Yaşanan krizlerde, ulusal parada yaşanan değerlenme, ithalatın uyarılmasına dayalı dış ticaret açığı, milli gelire oran olarak yükselen cari işlemler açığı ve spekülasyon karakterli kontrolsüz sermaye hareketlerinin hacimce artışı krizlerde başat rol oynamıştır. Bununla beraber finansal liberalizasyon politikalarının gereken düzenlemelerden yoksun olarak hayata geçirilmesi, yanlış para ve maliye politikalarının izlenmesi de krizlerin boyutunu derinleştirmiştir. Sonuçta her kriz sürecinin bitiminde yüksek oranlı devalüasyon, devalüasyona bağlı iç ve dış borç miktarında artış ve ani sermaye

çıkışına bağlı cari işlemler açığında daralma ve ardından toparlanma evreleri yaşanmıştır.

Yaşanan kriz döneminin ardından Türkiye ekonomisi yüksek oranlı bir büyüme sürecine girmiştir. Bu büyüme sürecinde de daha önce krizlerle sonuçlanan iktisadi çevrimlere benzer bir süreç yaşanmaktadır. Kriz sonrası durulan ortama yine dışarıdan sermaye girişi yaşanmaktadır. Bu dönemin daha belirgin özelliği sermaye akışlarının cari işlemler dengesinden bağımsızlaşmasıdır. 2001 krizinin öncesi ve sonrasında Türkiye ekonomisinin dış dünyayla bütünleşmesi, *otonom sermaye (veya dış kaynak) hareketleri* → *büyüme* → *cari açık* bağlantı çizgisi içinde oluşmuştur. Sermaye hareketlerinin bağımsızlaştığı bir ortamda, özellikle fiili hasılanın, ulusal ekonominin potansiyel hasılanın altında bir düzeyde gerçekleştiği koşullarda, artan sermaye girişleri iç talep ve kısa dönemli büyüme hızı üzerinde farklı mekanizmalarla genişletici etkiler yaratmakta; bu etken de cari işlem açığını (öncelikle ithalat aracılığıyla) yukarı çekmektedir (Boratav, 2007:7).

TABLO 2: Ödemeler Dengesi Sermaye Hesabının Ana Öğeleri (Milyon Dolar)						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Yabancı kökenli sermaye	10.604	10.014	23.436	40.322	56.856	55.365
Yerleşik kökenli sermaye	-3.048	-2.871	-9.202	-2.052	-18.400	-8.922
Net Hata/noksan	116	4.940	2.189	2.181	-149	-415
Cari denge	-1.519	-8.036	-15.599	-22.604	-32.193	-37.996
Rezerv hareketleri*	-6.153	-4.047	-824	-17.847	-6.114	-8.032
Yabancı kökenli sıcak para	-1.534	5.693	11.996	15.950	10.501	-1.075
Yerli sıcak para**	-1.813	3.915	-5.139	626	-14.429	-5.836
Sıcak para dengesi	-3.347	9.608	6.857	16.576	-3.928	-6.911
Borç yaratan yabancı sermaye	9.487	7.357	19.124	24.624	34.999	28.354
Dış borç***	129.701	144.301	160.839	169.000	207.735	237.322
(*): Artış(-), azalış(+). (**): Net hata /noksan dahil. (***): 2007 Ocak-Eylül.						
Kaynak: BSB, 2008						

2003-2006 arasında Türkiye'ye yabancı kökenli sermaye girişi her yıl artış göstermiş ve Tablo 2'de gözlendiği gibi 2006 ve 2007'de 55-57 milyar dolar düzeylerine ulaşmıştır. Yabancı kökenli sermaye girişleri yerleşiklerin sermaye çıkarmalarına, cari açığın finansmanına ve rezerv birikimine tahsis edilmektedir. "Net Hata/noksan" kaleminin temsil ettiği kayıt dışı sermaye hareketleri ise yıllar arasında işaret değiştirmektedir. 2003-2005'te önemli boyutlarda kayıt dışı dış

kaynak girişi; 2000-2001 ve 2006-2007’de ise toplam olarak 5.1 milyar dolara ulaşan kayıtsız “sermaye kaçı” söz konusu olmuştur. Son yıllarda yerleşik kökenli sermaye çıkışlarının önemli bölümleri bankaların yurt dışı varlıkları ile portföy yatırımlarından kaynaklanmaktadır. Bu olgu, çok büyük boyutlu yabancı sermaye girişlerinin bankalara intikal eden öğelerinden türeyen (otonom değil, bağımlı) bir gelişme olarak görülebilir (BSB, 2008:130). Tüm bu veriler yerleşik ve yerleşik olmayanlarca gerçekleştirilen sermaye hareketlerinin cari işlemler açığı ve ödemeler bilançosu dengesizliklerinden bağımsızlaşarak otonom bir hal aldığına göstergesidir. Denetimsiz finansal liberalleşmeye ek olarak spekülasyon karakterli yerli ve yabancı sermayeye arbitraj imkanı sunan iç ortam sermaye hareketlerinin otonom hale gelmesinde büyük rol oynamıştır.

Öte yandan son yıllarda enerji ve petrol fiyatlarındaki yükselişler de cari işlemler dengesizliğine katkı sağlamaktadır. Sonuç olarak, finansmanı uluslararası ekonomik konjoktüre son derece duyarlı olan cari açık enerji fiyatlarındaki yüksek artışların da etkisiyle genişlemeye devam etmektedir. Uluslararası piyasalarda yatırımcıların risk algılamalarını ve yatırım tercihlerini tekrar gözden geçirmelerine yol açan küresel dalgalanmanın etkileri henüz tam olarak netleşmemiştir. Dolayısıyla, söz konusu dalgalanmanın gelişmiş ülkelerin ekonomik performansları üzerindeki etkisinin gecikmeli olarak ortaya çıkarak çeşitli kanallardan ülkemizi etkilemesi söz konusu olabileceğinden, cari açıktan kaynaklanan riskler önemini korumaktadır (TCMB, 2008:13).

3.2. Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilânçosu Üzerine Etkileri

Bu bölümde finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosuna olan etkileri üzerinde ayrıntılı olarak durulacaktır. Öncelikle ödemeler bilançosundaki genel gelişmeler incelenecek ardından finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosu üzerindeki etki kanalları doğrudan ve dolaylı olarak incelenecektir.

3.2.1. Ödemeler Bilânçosundaki Genel Gelişmeler

Bu kısımda ödemeler bilançosunun temel kalemleri olan cari işlemler hesabı ve sermaye ve finans hesabı ayrıntılı olarak incelenecektir.

3.2.1.1. Cari İşlemler Hesabındaki Gelişmeler

Bu bölümde cari işlemler hesabının alt hesapları olan mal dengesi, hizmet dengesi, gelir dengesi ve cari transferler hesapları incelenecektir.

3.2.1.1.1. Dış Ticaretteki Gelişmeler

Tablo 3 1980-2007 aralığında Türkiye'nin dış ticaretindeki gelişmeleri göstermektedir.

Tablo 3: Dış Ticaretteki Gelişmeler (Milyon \$)						
Yıllar	X	M	X-M	X/M	X+M	(X+M)/ GSYİY
1980	2.910	7.513	-4.603	39	10.423	7
1981	4.703	8.567	-3.864	55	13.270	9
1982	5.890	8.518	-2.628	69	14.408	11
1983	5.905	8.895	-2.990	66	14.800	12
1984	7.134	10.044	-2.910	71	17.178	12
1985	7.959	10.935	-2.976	73	18.894	16
1986	7.457	10.475	-3.018	71	17.932	14
1987	10.190	13.396	-3.206	76	23.586	14
1988	11.662	13.475	-1.813	87	25.137	15
1989	11.625	15.815	-4.190	74	27.440	14
1990	12.959	22.407	-9.448	58	35.366	13
1991	13.593	20.883	-7.290	65	34.476	13
1992	14.715	22.791	-8.076	65	37.506	14
1993	15.345	29.426	-14.081	52	44.771	15
1994	18.106	22.273	-4.167	81	40.379	19
1995	21.636	34.788	-13.152	62	56.424	21
1996	32.067	42.331	-10.264	76	74.398	26
1997	32.110	47.158	-15.048	68	79.268	26
1998	30.741	44.779	-14.038	69	75.520	24
1999	29.031	38.802	-9.771	75	67.833	24
2000	30.825	52.882	-22.057	58	83.707	28
2001	34.729	38.092	-3.363	91	72.821	34
2002	40.719	47.109	-6.390	86	87.828	33
2003	52.394	65.883	-13.489	80	118.277	35
2004	68.535	91.271	-22.736	75	159.806	38
2005	78.365	111.353	-32.988	70	189.718	38
2006	93.611	134.552	-40.941	70	228.163	42
2007	115.306	162.033	-46.727	71	277.339	48
1980-1989			-32.19.8	68		12
1990-1999			-105.33.5	67		19
2000-2007			-235.86.4	75		37
1990-2007			-163.34.8	71		27
1980-2007			-116.50.9	70		22

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Dönemsel bir analiz yapıldığında dış ticaret alanında ilginç gelişmelerin yaşandığı dikkati çekmektedir. Dış ticarete liberalizasyonun belirgin olduğu 1980-89 döneminde dış ticaret dengesi yıllık ortalama olarak 3,2 milyar dolar açık verirken bu açık finansal liberalizasyon sonrası dönemde yani 1990-2007 döneminde 16,3 milyar dolara yükselmiştir. Dolayısıyla finansal liberalizasyonun dış ticaret dengesi üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu ifade etmek mümkündür.

Benzer bir gelişme ekonominin dışa açıklık düzeyi için de geçerlidir. Nitekim, 1980-89 döneminde dışa açıklık oranı ortalama olarak yüzde 12 iken bu oran 1990 sonrasında yani finansal liberalizasyon ile birlikte yüzde 27'ye yükselmiştir.

Bu açıklamalar çerçevesinde finansal liberalizasyonun dış ticaret üzerinde, kuşkusuz diğer ilgili faktörlerin de katkısıyla, etkili olduğunu söylemek mümkündür.

3.2.1.1.2. Hizmetler Hesabındaki Gelişmeler

Cari işlemler dengesinin alt kalemlerinden biri de hizmetler dengesi hesabıdır. Ülkemiz koşullarında pozitif bakiye vermesi nedeniyle hizmetler dengesi dış ticaret dolayısıyla da cari işlemler açığını azaltıcı bir etki yapmaktadır.

Tablo 4: Hizmetlerdeki Gelişmeler (Milyon \$)					
Yıllar	Hizmet Gelirleri	Hizmet Giderleri	Hizmet Dengesi	Hizmet Hacmi	Hizmet Hacmi /GSYİH
1980	762	600	162	1.362	1
1981	1.316	503	813	1.819	1
1982	1.928	1.074	854	3.002	2
1983	1.960	1.223	737	3.183	3
1984	2.475	1.489	986	3.964	3
1985	3.160	1.560	1.600	4.720	4
1986	3.123	1.533	1.590	4.656	4
1987	3.945	1.783	2.162	5.728	4
1988	5.919	2.086	3.833	8.005	5
1989	6.569	2.541	4.028	9.110	5
1990	8.083	3.117	4.966	11.200	4
1991	8.446	3.282	5.164	11.728	5
1992	9.564	3.757	5.807	13.321	5
1993	10.919	4.179	6.740	15.098	5
1994	11.076	4.024	7.052	15.100	7
1995	14.939	5.319	9.620	20.258	7
1996	13.057	6.400	6.657	19.457	7
1997	19.248	8.336	10.912	27.584	9
1998	23.183	9.665	13.518	32.848	10
1999	16.370	8.868	7.502	25.238	9
2000	19.463	8.088	11.375	27.551	9
2001	15.203	6.067	9.136	21.270	10
2002	14.031	6.146	7.885	20.177	8
2003	17.952	7.441	10.511	25.393	7
2004	22.941	10.144	12.797	33.085	8
2005	26.640	11.368	15.272	38.008	8
2006	25.255	11.424	13.831	36.679	7
2007	28.729	14.861	13.868	43.590	8
1980-1989	3.115,7	1.439,2	16.76,5	4.554,9	3
1990-1999	13.488,5	5.694,7	77.93,8	19.183,2	7
2000-2007	21.276,8	9.442,4	11.834,4	30.719,1	8
1990-2007	16.949,9	7.360,3	9.589,6	24.310,3	7
1980-2007	12.009,1	5.245,6	6.763,5	17.254,8	6

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Tablo 4 incelendiğinde 1980 yılında 762 Milyon dolar olan hizmet gelirlerinin 2007 yılında 28.7 Milyar dolara, giderlerin ise 600 milyon dolardan 14,8 milyar dolara yükseldiği görülmektedir. Dış ticarete serbestinin sağlandığı 1980-1989 döneminde yıllık ortalama olarak 3.1 Milyar dolar düzeyinde gerçekleşen hizmet gelirleri finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçirildiği 1990-2007 döneminde ise yıllık ortalama olarak 16.9 Milyar dolara yükselmiştir. Benzer eğilimi hizmet giderleri içinde söylemek mümkündür. Nitekim 1980-1989 döneminde ortalama 1.4 Milyar dolar olarak gerçekleşen hizmet giderleri 1990-2007 döneminde

ise 7,3 Milyar dolar olarak gerekleŒmiŒtir. Dolayısıyla hizmet gelir ve giderlerinin finansal liberalizasyona olumlu yönde tepki verdiği ifade edilebilir

3.2.1.1.3. Gelir Hesabındaki GeliŒmeler

Cari iŒlemler dengesinin gelir hesabı ücret ödemelerini ve yerleŒik olmayanların sermaye hareketlerinden kar transferlerini göstermektedir. Bu nedenle dıŒ ticaret ve finansal serbestlik dönemlerinde gelir hesabındaki geliŒmeleri incelemek konumuz açısından anlamlı olacaktır.

Tablo 5: Gelir Hesabındaki Gelişmeler (Milyon \$)					
Yıllar	Gelirler	Giderler	Gelir Dengesi	Gelir Hacmi	Gelir Hacmi/GSYİH
1980	0	1138	-1138	1138	0.75
1981	0	1443	-1443	1443	0.93
1982	110	1565	-1455	1675	1.23
1983	81	1511	-1430	1592	1.26
1984	146	1649	-1503	1795	1.23
1985	298	1851	-1553	2149	1.80
1986	341	2218	-1877	2559	1.94
1987	382	2467	-2085	2849	1.75
1988	374	2887	-2513	3261	1.94
1989	684	3011	-2327	3695	1.91
1990	917	3425	-2508	4342	1.64
1991	935	3598	-2663	4533	1.74
1992	1012	3637	-2625	4649	1.73
1993	1135	3879	-2744	5014	1.68
1994	890	4154	-3264	5044	2.32
1995	1488	4693	-3205	6181	2.27
1996	1577	4504	-2927	6081	2.11
1997	1900	4913	-3013	6813	2.26
1998	2481	5466	-2985	7947	2.50
1999	2350	5887	-3537	8237	2.89
2000	2836	6838	-4002	9674	3.29
2001	2753	7753	-5000	10506	4.90
2002	2486	7040	-4554	9526	3.63
2003	2246	7803	-5557	10049	2.95
2004	2651	8260	-5609	10911	2.61
2005	3608	9483	-5875	13091	2.61
2006	4383	11074	-6691	15457	2.82
2007	6384	13325	-6941	19709	3.44
1980-1989	241.6	1974.0	-1732.4	2215.6	1.5
1990-1999	1468.5	4415.6	-2947.1	5884.1	2.1
2000-2007	3418.4	8947.0	-5528.6	12365.4	3.3
1990-2007	2335.1	6429.6	-4094.4	8764.7	2.6
1980-2007	1587.4	4838.3	-3250.9	6425.7	2.2

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

1980-2007 döneminde gelir hesabı negatif bakiye vermiştir. Bunun anlamı incelenen dönemde yurt içinden yurt dışına yapılan kar transfer miktarının yurt dışından yurt içine yapılan kar transferinden fazla olmasıdır. Gelir hesabının gelirler kısmını incelediğimizde dış ticarete serbestlik döneminde ortalama 241 Milyon dolar olan yurt dışından yurt içine kar transferi finansal liberalizasyonun uygulandığı 1990-2007 döneminde 2.3 Milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Gelir hesabının

giderler kısmını incelediğimizde ise ilk göze çarpan gelişme incelenen yılların tamamında yurt dışına yapılan kar transferlerinin yurt dışından yapılan kar transferlerinden yüksek olduğudur. Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyon dozu arttıkça bu eğilim daha da belirginleşmiştir. Nitekim 1980-1989 döneminde ortalama olarak sadece 1.7 Milyar dolar açık veren gelir dengesi 1990-2007 döneminde 4 milyar dolar, 2000-2007 döneminde ise 8.9 Milyar dolar açık vermiştir. Finansal dışa açıklık (entegrasyon) göstergesi olarak da ele alınabilecek gelir hacminin GSYİH'e oranı ise 1990-2007 döneminde yüzde 2.6 olarak gerçekleşerek 1980-2007 dönem ortalamasının üzerinde seyretmiştir. Sermaye hareketlerinin hacimce hızlı yükseldiği 2000-2007 döneminde ise bu rakam GSYİH'nin yüzde 3.3'üne ulaşmıştır. Dolayısıyla finansal liberalizasyon sonrasında gelirler hesabından yurt dışına kaynak transferinin arttığı söylenebilir.

3.2.1.1.4. Cari Transferler Hesabındaki Gelişmeler

Cari transferler hesabı ülkeler arasında yapılan bağış, hibe ve tek yanlı transferleri içerir. Cari transferlerin alt hesaplarının büyük kısmını işçi gelirleri oluşturmaktadır. Cari transferlerin ticari ve finansal liberalizasyondan etkilenme düzeyini incelemek amacıyla Tablo 6 oluşturulmuştur.

Tablo 6: Cari Transferlerdeki Gelişmeler		
Yıllar	Cari Transferler	Cari Transferler/GSYİH
1980	2.171	1.43
1981	2.558	1.65
1982	2.277	1.67
1983	1.760	1.40
1984	1.988	1.36
1985	1.916	1.60
1986	1.840	1.39
1987	2.323	1.43
1988	2.089	1.24
1989	3.427	1.77
1990	4.365	1.64
1991	5.039	1.94
1992	3.920	1.46
1993	3.652	1.23
1994	3.010	1.39
1995	4.398	1.61
1996	4.097	1.42
1997	4.511	1.49
1998	5.505	1.73
1999	4.881	1.71
2000	4.764	1.62
2001	2.987	1.39
2002	2.433	0.93
2003	1.020	0.30
2004	1.117	0.27
2005	1.454	0.29
2006	1.908	0.35
2007	2.225	0.39
1980-1989	2.235	1.50
1990-1999	4.338	1.56
2000-2007	2.239	0.69
1990-2007	3.405	1.18
1980-2007	2.987	1.29

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Cari transferler incelenen dönem içinde daima pozitif bakiye vermiştir. Bu nedenle de dış ticaret ve dolayısıyla cari açığının finanse edilmesinde olumlu rol oynamıştır. Cari transferler kalemi finansal liberalizasyon politikalarının uygulandığı 1990-1999 yılları arasında yıllık ortalama 4.3 Milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Cari transferlerin GSYİH'ya oranı 1980-2007 dönem ortalaması olarak yüzde 1.29 iken hem dış ticarete serbestinin sağlandığı 1980-1989 döneminde hem de finansal liberalizasyonun uygulandığı 1990-1999 döneminde ortalamanın üzerinde seyretmiştir. Öte yandan ilginç bir şekilde 2000-2007 döneminde ise sadece binde 7

düzeyinde kalmıştır. Cari transferlerin büyük kısmı işçi gelirlerinden oluşmaktadır. Bununla beraber TCMB'nin ödemeler bilançosu sistematığında yaptığı değişiklikle 2003 yılından itibaren yurt dışındaki işçilerin Türkiye'de yaptığı harcamalar işçi döviz girişi olarak değil turizm geliri olarak tanımlanmaktadır. Bu nedenle cari transferler kaleminin GSYİH içindeki payında 2000 sonrasında azalma yaşanmıştır.

3.2.1.1.5. Cari İşlemler Hesabındaki Gelişmeler

Ödemeler bilançosunun ana kalemlerinden biri olan cari işlemler kalemi cari yılda üretilen mal ve hizmetlerin ithal ve ihracı ile yatırım gelirlerini ve tek yanlı transferleri kapsar. Bu yüzden cari işlemler hesabı ülkenin uluslar arası ilişkileri ile milli geliri arasında doğrudan bir ilişki kurmaktadır. Cari işlemler hesabı açık verdiğinde ülke yurt dışından kazandığı paradan daha fazlasını yurt dışına göndermiş demektir. Dolayısıyla yaratılan açık dışardan borçlanılarak veya yurt içi varlıkların satılması suretiyle kapanır. Bunun tersi durumda da yani cari işlemler dengesi fazla verdiğinde yurt içi yerleşiklerce yurt dışına sermaye transferi gerçekleştirilir. Sonuç olarak cari işlemler hesabı yurt dışı yerleşiklere olan toplam yükümlülüklerimizdeki veya yurt dışı yerleşik bir ülkede bulunan varlıklarda ki değişimi göstermektedir (Babaoğlu, 2005:5).

Günümüzde iktisadi anlamda problem yaşayan ülkeler incelendiğinde ülkelerin içinde bulunduğu konjonktürle ilgili ilk alarm veren kalemlerin başında cari işlemler kalemi gelmektedir. Bu yüzden pek çok iktisatçı cari açığın dikkatle izlenmesi gerektiğini, yükselen, yükselmesi beklenen ve sürdürülemez olarak görülen cari açıkların bunalımlarda önemli etkisi olduğunu vurgulamaktadır. Nitekim bu konuda Dünya Bankası iktisatçılarından Fischer şöyle demiştir: “Bir ülkede yaklaşmakta olan krizin temel göstergesi cari işlem açığıdır. Gerçekleşen ve beklenen cari açık büyükse veya ağır dış borç ödemesi yapan bir ülke yeterli cari işlem fazlası veremiyor ise devalüasyona ve bunalıma davetiye çıkmış demektir” (Uygur, 2004:13).

Tablo 7: Cari İşlemler Hesabındaki Gelişmeler (Milyon \$)		
Yıllar	Cari İşlemler Hesabı	Cari Açık/GSYİH
1980	-3.408	-2.25
1981	-1.936	-1.25
1982	-952	-0.70
1983	-1.923	-1.52
1984	-1.439	-0.99
1985	-1.013	-0.85
1986	-1.465	-1.11
1987	-806	-0.49
1988	1.596	0.95
1989	938	0.49
1990	-2.625	-0.99
1991	250	0.10
1992	-974	-0.36
1993	-6.433	-2.16
1994	2.631	1.21
1995	-2.339	-0.86
1996	-2.437	-0.84
1997	-2.638	-0.87
1998	2.000	0.63
1999	-925	-0.32
2000	-9.920	-3.37
2001	3.760	1.75
2002	-626	-0.24
2003	-7515	-2.20
2004	-14.431	-3.45
2005	-22.137	-4.41
2006	-31.893	-5.82
2007	-37.575	-6.56
1980-1989	-1.040,8	-0.77
1990-1999	-1.349,0	-0.45
2000-2007	-1.5042,1	-3.04
1990-2007	-7.434,8	-1.60
1980-2007	-5.151,3	-1.30

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Cari açıktaki gelişmeleri incelemek amacıyla Tablo 7 oluşturulmuştur. Cari açığın 1980-2007 yılları arasındaki gelişimi incelendiğinde kriz yılları hariç genelde negatif bakiye verdiği görülmektedir. 1980-2007 döneminde ortalama 5 Milyar dolar açık veren cari işlemler dengesine bakıldığında gerek ticari serbestinin sağlandığı 1980-1989 döneminde gerekse finansal liberalizasyonun hayata geçirildiği 1990-1999 döneminde verilen açıkların ortalamanın altında kaldığı anlaşılmaktadır. Bununla beraber finansal liberalizasyon sonrası yılları bir bütün olarak ele alırsak

finansal liberalizasyon sonrası 1990-2007 döneminde ortalama 7.4 Milyar dolar açık verildiği görülmektedir. Cari işlemlerdeki asıl dengesizlik ise kriz yılları ve sonrasını kapsayan 2000-2007 döneminde yaşanmıştır. Bu dönemde ortalama 15 Milyar dolar cari açık söz konusudur.

Cari açığın GSYİH içindeki payı da önemli bir kırılma göstergesidir. Dış ticarete serbestinin sağlandığı 1980-1989 yılları arasında GSYİH'nin binde 7'si gibi düşük bir düzeyde olan cari işlemler açığının GSYİH içindeki payı finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçirildiği 1990-1999 yılları arasında ise daha da gerileyerek binde 4,5'e gerilemiştir. Yani söz konusu dönemlerde cari açığın GSYİH içindeki payı 1980-2007 ortalamasının altında gerçekleşmiştir. Kanımızca bu gelişme Türkiye'nin dış kaynak kullanımının bu dönemde çeşitli nedenlerle çok düşük düzeyde kalmasıyla ilgilidir. Nitekim, bir taraftan politik istikrarsızlık diğer taraftan ekonomik belirsizlikler nedeniyle yabancı kreditorler bu dönemde Türkiye'ye kredi vermekten kaçınmışlardır.

Ancak kriz ve sonrası yıllarda cari açığın GSYİH içindeki payı küçümsenmeyecek oranda artarak 2000-2007 yılları arasında ortalama olarak yüzde 3 düzeyinde gerçekleştirmiştir. 2001 yılından sonra Türkiye ekonomisinin büyüme sürecine girmiş ve bu büyüme yüksek oranlı cari işlemler dengesizliğiyle birlikte sürdürülmüştür. Nitekim 2003-2007 döneminde cari işlemler açığının GSYİH'e oranı ortalama yüzde 4.5 olmuştur.

Finansal liberalizasyon politikalarının kendini daha belirgin bir şekilde hissettirdiği 2000 sonrası dönemde cari işlemler dengesinde yüksek oranlı açıklar görülmektedir. Cari işlemlerdeki bu açık ülkenin dış tasarruf ihtiyacını artırmaktadır. Bununla beraber cari işlemlerden bağımsız bir karakter kazanan ve nispeten kısa vadeli hareket kabiliyeti olan sermaye hareketlerinin gittikçe azalan bir kısmı cari işlemler dengesizliğini finanse etmekte kullanılmaktadır. Bunun sonucunda sermaye hareketleri ülkenin dış açıklarını finanse etmek yerine kırılma eğilimini artırmakta ve cari işlemlere bağlı kriz olasılığını her zaman güncel bir sorun olarak tutmaktadır.

3.2.1.2. Sermaye ve Finans Hesabındaki Gelişmeler

Ödemeler bilançosunun ana kalemlerinden biri de sermaye ve finans hesabıdır. Bu bölümde de sermaye ve finans hesabındaki gelişmeler analiz edilecektir. Bilindiği gibi sermaye ve finans hesabı doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar hesaplarının toplamından oluşmakta ve net sermaye hareketlerinin genel durumunu yansıtmaktadır.

Tablo 8: Finans Hesabındaki Gelişmeler (Milyon \$)				
Yıllar	Finans Hesabı Çıkış	Finans Hesabı Giriş	Finans Hesabı Net (A)	A/GSYİH
1980	85	587	672	0.44
1981	360	539	899	0.58
1982	-181	461	280	0.21
1983	177	706	883	0.70
1984	-1625	1.698	73	0.05
1985	127	938	1.065	0.89
1986	-313	2.437	2.124	1.61
1987	-979	2.870	1.891	1.16
1988	-1.434	476	-958	-0.57
1989	312	468	780	0.40
1990	-527	4.564	4.037	1.52
1991	-2.681	284	-2.397	-0.92
1992	-3.257	6.905	3.648	1.36
1993	-3.868	12.771	8.903	2.99
1994	2.409	-6.666	-4.257	-1.96
1995	-962	5.527	4.565	1.67
1996	-1.159	6.642	5.483	1.90
1997	-2.711	9.680	6.969	2.31
1998	-3.453	2.613	-840	-0.26
1999	-3.708	8.537	4.829	1.70
2000	-3.402	12.986	9.584	3.26
2001	-1.886	-12.671	-14.557	-6.78
2002	-3.048	4.239	1.191	0.45
2003	-2.871	10.063	7.192	2.11
2004	-9.123	26.853	17.730	4.23
2005	-2.038	45.540	43.502	8.67
2006	-18.390	61.081	42.691	7.79
2007	-8.952	57.470	48.518	8.47
1980-1989	-347	1.118	771	0.55
1990-1999	-1.992	5.086	3.094	1.03
2000-2007	-6.214	25.695	19.481	3.53
1990-2007	-3.868	14.245	10.377	2.14
1980-2007	-2.611	9.557	6.946	1.57

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Tablo 8 incelendiğinde finans hesabından sermaye çıkışının 1980-1989 döneminde yıllık ortalama 347 Milyon dolardan 1990-2007 döneminde yıllık ortalama 3.8 Milyar dolara yükseldiği görülür. Benzer şekilde 1980-1989 döneminde yıllık ortalama 1.1 Milyar dolar olan sermaye girişi de 1990-2007 döneminde yıllık ortalama 14.2 Milyar dolara yükselmiştir. Bu bakımdan finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçtiği dönemde sermaye hareketliliğinde topluca bir artış olduğunu söylemek mümkündür.

Öte yandan Tablo 8 incelendiğinde 1980 yılında 672 milyon dolar olan net sermaye girişinin 2007 yılında 48,5 milyon dolara çıktığı görünmektedir. Dış ticarete serbestinin sağlandığı 1980-1989 döneminde yıllık ortalama olarak 771 Milyon dolar düzeyinde gerçekleşen toplam sermaye girişi finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçirildiği 1990-2007 döneminde ise yıllık ortalama olarak 10,3 Milyar dolara yükselmiştir. Beklentilere uygun olarak bu sonuçlar finansal liberalizasyon politikalarının uygulandığı dönemde net sermaye girişinin arttığını göstermektedir. Nitekim sermaye ve finans hesabının GSYİH'e oranı ticari serbesti dönemi olan 1980-1989 döneminde yüzde 0.5 iken finansal serbesti dönemi olan 1990-2007'de yüzde 2.1'e çıkmıştır. Finansal serbesti döneminde bu oranın yükselmesi ekonominin küçümsenmeyecek bir kısmının sermaye hareketlerinden oluşur hale geldiğinin göstergesidir. Dolayısıyla finansal liberalizasyon çerçevesinde sermaye hareketlerinin denetimsiz bırakılması aynı zamanda ekonominin finansal hareketlere olan duyarlılığını artırmıştır denebilir.

3.2.2. Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilânçosu Üzerindeki Etki Mekanizmaları

Finansal liberalizasyonun temel öznesi her türden sermaye akımlarıdır. Sermaye hareketleri genelde iç-dış faiz farkındaki değişimlerden, beklenen enflasyon ve döviz kuru değişimlerinden ve sermaye piyasalarının genel performansından etkilenmektedir (Yükseler, 1998:7). Nitekim 32 sayılı kararname çerçevesinde ödemeler bilânçosunun “sermaye ve finans hesabı” kalemi serbestleştikten sonra Türkiye 1989 yılından itibaren artan sermaye hareketliliğine

sahne olmuştur. Bu bölümde finansal liberalizasyon politikaları sonucu serbestleşen sermaye hareketlerinin ödemeler bilançosunda yol açtığı değişiklikler doğrudan ve dolaylı etki kanalları çerçevesinde incelenecektir.

3.2.2.1. Doğrudan Kanallar İle Etkileri

İzleyen bölümde finansal liberalizasyonun doğrudan etki kanalları olarak sırasıyla portföy hesabı kanalı, finansal hizmetler kanalı ve borç kanalı etkileri incelenecektir.

3.2.2.1.1. Portföy Hesabı Kanalıyla Etkisi

Doğrudan yatırımlar dışında taşınır değerler (menkul kıymetler) alım satımı portföy yatırımları hesabı olarak bilinir ve hisse senetleri ile borç senetlerini kapsar (Kepenek ve Yentürk, 2005:339). Yurtdışında yerleşik kişilerin yurtiçi borsalarda alım satımını yaptıkları hisse ve Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS), yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışı piyasalarda tahvil ihracı yoluyla sağladığı borçlanma (örneğin Hazine Müsteşarlığının ihraç ettiği Eurobond'lar) portföy hesabı kaleminde izlenmektedir (TCMB:18). Türkiye'de portföy hesapları hisse senetleri ve özellikle kamu borç senetlerinden oluşmaktadır. Bu hesabın varlıklar kısmındaki eksi işaret yurt dışından alacakları, yükümlülükler hesabının pozitif kaydı ise yurt dışına olan borçları temsil etmektedir (Köse, 2006:180). Tablo 9 bize Türkiye'de ki portföy yatırımları hesabı ve alt kalemlerinin gelişimini vermektedir.

Sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesinden sonra meydana gelen çarpıcı gelişmelerden biri yurt dışından gelen portföy yatırımlarına izin verilmeye başlanması ve portföy yatırımlarının bu dönemde artış göstermesidir (TCMB, 2002:25). İncelenen yıllar arasında 1986 öncesinde portföy hesabında herhangi bir veri olmamasının nedeni iç finansal liberalizasyonla ilgili düzenlemelerin portföy hesabını ilgilendiren kısmının 1986'da başlamasıdır. Portföy hesabına ilk kayıt 1986 yılında "Borç Senetleri"ne olmaktadır. Bu kaydın detayına inildiğinde ise ilgili kaydın "Borç Senetleri" hesabının "Bankalar" alt hesabından kaynaklandığı

görülmektedir. 1986 yılında iç finansal liberalizasyon çerçevesinde kambiyo rejiminin gevşetilmesi ve bankalara tanınan görelî serbestlikle beraber yerli bankalar yurtdışından borçlanmaya başlamışlardır. 1986 yılında yurt içinde yerleşik bankalar yerleşik olmayanlardan 146 Milyon dolar borçlanmışlardır. Bu eğilim sonraki yıllarda artarak devam etmiştir.

Tablo 9:Portföy Hesabındaki Gelişmeler (Milyon \$)

Yıllar	Çıkış (Varlıklar)				Giriş (Yükümlülükler)			NET	Portföy Hacmi	Portföy Hacmi/GSYİH
	Genel Hükümet	Bankalar	Diğer Sektörler	Toplam	Hisse Senetleri	Borç Senetleri	Toplam			
1984				0	0	0	0	0	0	0.00
1985				0	0	0	0	0	0	0.00
1986				0	0	146	146	146	146	0.11
1987				-25	0	307	307	282	332	0.26
1988				-6	0	1.184	1.184	1.178	1.190	0.82
1989				-59	17	1.428	1.445	1.386	1.504	1.26
1990				-134	89	592	681	547	815	0.62
1991				-91	147	567	714	623	805	0.49
1992	0	-754	0	-754	350	2.815	3.165	2.411	3.919	2.33
1993	330	-754	-139	-563	570	3.910	4.480	3.917	5.043	2.61
1994	52	-37	20	35	989	134	1.123	1.158	1.158	0.44
1995	-33	-391	-42	-466	195	508	703	237	1.169	0.45
1996	-19	-1.395	34	-1.380	191	1.759	1.950	570	3.330	1.24
1997	-41	-667	-2	-710	8	2.336	2.344	1.634	3.054	1.02
1998	-21	-1.791	190	-1.622	-518	-4.571	-5.089	-6.711	-3.467	-1.60
1999	-46	-812	99	-759	428	3.760	4.188	3.429	4.947	1.81
2000	-33	-680	120	-593	489	1.126	1.615	1.022	2.208	0.76
2001	-36	-281	-471	-788	-79	-3.648	-3.727	-4.515	-2.939	-0.97
2002	-42	-1.437	-617	-2.096	-16	1.519	1.503	-593	3.599	1.13
2003	-33	-932	-421	-1.386	905	2.946	3.851	2.465	5.237	1.84
2004	-25	-666	-697	-1.388	1.427	7.984	9.411	8.023	10.799	3.67
2005	-20	-1.285	72	-1.233	5.669	9.001	14.670	13.437	15.903	7.41
2006	-42	-3.754	-233	-4.029	1.939	9.463	11.402	7.373	15.431	5.89
2007	-116	-1.844	-103	-2.063	5.138	-2.358	2.780	717	4.843	1.42
1984-1989				-15	3	511	514	499	529	0.4
1990-1999	28	-825	20	-644	245	1.181	1.426	782	2.077	0.9
2000-2007	-43	-1.360	-294	-1.697	1.934	3.254	5.188	3.491	6.885	2.6
1990-2007	-8	-1.093	-137	-1.112	996	2.102	3.098	1.986	4.214	1.7
1984-2007				-838	747	1.705	2.452	1.614	3.293	1.4

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dergisi İstatistikleri

Bilindiği gibi portföy hesabının varlıklar kısmındaki eksi kayıtlar yerleşiklerin yurt dışından alacaklarını göstermektedir. Artan finansal entegrasyonla beraber yurt içi yerleşiklerin iç finansal liberalizasyon sürecinde kısmen yurt dışı finansal araçlardan gelir elde ettiklerine tanık olmaktayız. Bu gelir 1987’de 25 Milyon dolar iken 1990 yılında 134 Milyon dolara çıkmıştır. Finansal liberalizasyonun dozu arttıkça portföy hesabı ve alt kalemlerindeki rakamlar da büyümüştür. İç finansal liberalizasyonun sağlandığı 1980-1989 yılları arasında portföy hesabından daha çok sermaye girişi olmuştur. Bu dönemde yerleşik olmayanlardan sermaye girişi özellikle borç senetleri şeklinde olmuştur. Bununla beraber hisse senedine gelen sermaye de 1989 yılından itibaren artmıştır. 32 Sayılı Kanun’un yürürlüğe girmesinden sonra sermaye giriş çıkışlarında artış olmuştur. Dolayısıyla Finansal liberalizasyonun portföy hesabı kalemlerinde ki asıl etkisi ise 1990–2007 döneminde gerçekleşmiştir.

1994’ten sonra portföy yatırımları oldukça oynak bir hal almıştır. Portföy yatırımları kategorisinde hisse senetlerine yapılan yatırımın devlet borçlanma senetlerine yapılan yatırımlardan daha az olduğu gözlemlenmiştir. Hükümet, özellikle de 1989’dan sonra tahvil ihracı yoluyla önemli ölçüde sermaye girişi sağlarken, sürekli olarak orta ve uzun vadeli kredilerde borç ödeyen konumuna gelmiştir. Devlet İç Borçlanma Senetlerine (DİBS) dayalı finansal liberalizasyonun mali piyasalarda üç temel etkisinden söz etmek olasıdır: Birincisi kamunun maliye politikası merkez bankasının parasal politikalarını ikame ederek, kamuya sınırsız bir kredi hacmi sunmuş durumdadır; ikincisi, bu süreç Hazine’ye finansal piyasalarda bir tekel konumu yaratarak kredi havuzunun dağıtımında etkinlik ölçütlerini ve verimlilik beklentilerini geçersiz kılmıştır; üçüncüsü, kamu DİBS’lerinin düzensiz aralıklarla ve büyük boyutlarda piyasaya giriyor olması sonucu, para çarpanı dalgalanmaya ve belirsizliğe itilmiştir (Yeldan, 2006:193).

Portföy hesabının net bakiyesi izlendiğinde 1998, 2001 ve 2002 yılları hariç pozitif bakiye verdiği görülmektedir. Dönem ortalaması olarak incelendiğinde 1984-2007 aralığında portföy hesabı kanalından ortalama 1.6 Milyar dolarlık sermaye girişi olmuştur. Bu sermaye daha çok hisse ve borç senetlerine gitmiştir. Öte yandan

gerek iç finansal liberalizasyon dönemi olarak adlandıracağımız 1984-1989 döneminde gerek dış finansal liberalizasyon dönemi olarak adlandıracağımız 1990-1999 döneminde portföy kanalından gelen sermaye genel ortalamasının altında kalarak sırasıyla 499 ve 782 Milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Portföy kanalından gelen sermaye asıl sıçramayı 2000-2007 döneminde sergilemiştir. Bu dönemde ortalama 3.5 Milyar dolarlık sermaye girişi gerçekleşmiştir. Portföy hesabından giren sermaye incelendiğinde ise hesaptaki yüksek oranlı dalgalanmalar göze ilk çarpanlar arasındadır. 1992’de 3.1, 1993’te 4.4 Milyar dolar olarak gerçekleşen portföy yatırım girişi 1998 yılında negatif olmuş, ardından 2004’te 9.4, 2005’te 14.6, 2006’da ise 11.4 Milyar dolar gibi yüksek seyretmiştir. Portföy kanalından giren sermayenin en büyük payı “Borç Senetleri”ne aittir. İç ve dış finansal liberalizasyondan sonra borçlanma imkânı artan kamu otoritesinin bu tercihi artan oranlarda kullandığını görmekteyiz. Bununla beraber 2005 ve 2007 yıllarında “Hisse Senetleri” kalemi de 5 Milyar dolar ın üzerinde seyretmiştir.

Portföy hacminin GSYİH içindeki payı incelendiğinde 1984-2007 dönemi için ortalama yüzde 1,4 oranında bir pay aldığı görülmektedir. İç finansal liberalizasyon dönemi olan 1984-1989 aralığında binde 4 olan bu oran dış finansal liberalizasyon dönemi olan 1990-1999 döneminde ise binde 9 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran da asıl sıçramayı 2000-2007 döneminde yaparak GSYİH’in yüzde 2,6’sına ulaşmıştır. Yani bu döneme finansal entegrasyon boyutu diğer dönemlere göre daha yüksek olmuştur.

3.2.2.1.2. Finansal Hizmetler Kanalıyla Etkisi

Finansal liberalizasyonla beraber artan sermaye hareketliliği ulusal ve uluslar arası finans piyasalarının entegrasyonunu beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda finansal liberalizasyondan doğrudan etkilenen kurumların başında da finansal aracılık hizmeti veren kurumlar gelmektedir. İç finansal liberalizasyon uygulamaları çerçevesinde aracı kurumlardan elde edilen stopaj vergileri 1983 ve 1984 yıllarında azaltılmıştır. Finansal hizmetlerden sağlanan gelir ve giderler ödemeler bilançosu cari işlemler hesabının hizmet dengesi kaleminin “finansal hizmetler” hesabında

takip edilmektedir. Finansal hizmet gelir ve giderlerindeki gelişmeler Tablo 10’da verilmiştir.

Tablo 10: Finansal Hizmetlerdeki Gelişmeler (Milyon \$)				
Yıllar	Gelir	Gider	Finansal Hizmetler	Finansal Hizmet Hacmi
1992	122	-405	-283	527
1993	124	-410	-286	534
1994	99	-358	-259	457
1995	151	-425	-274	576
1996	293	-484	-191	777
1997	313	-603	-290	916
1998	478	-590	-112	1.068
1999	319	-631	-312	950
2000	368	-671	-303	1.039
2001	331	-722	-391	1.053
2002	221	-621	-400	842
2003	291	-374	-83	665
2004	288	-377	-89	665
2005	345	-386	-41	731
2006	277	-524	-247	801
2007	395	-623	-228	1.018
1992-1999	237	-488	-251	726
2000-2007	315	-537	-223	852
1992-2007	276	-513	-237	789

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Ödemeler dengesinde finansal hizmetlere ilişkin ilk ayrı kayıtlar 1992 yılında tutulmuştur. Bu nedenle inceleme dönemindeki önceki yıllara ilişkin verilere ulaşılamamıştır. Finansal hizmetlere ilişkin ilk göze çarpan durum finansal hizmetler hesabının net bakiyesinin daima negatif olmasıdır. Buradan çıkarılacak sonuç, yerleşik olmayanların Türkiye’deki finansal aracılık hizmetlerinden elde ettikleri gelirin yerleşiklerin yurtdışında elde ettiklerinden fazla olmasıdır. Dalgalı bir seyir izlemekle beraber finansal hizmetler hesabındaki açık 2002’de 400 Milyon dolara kadar yükselmiştir. Fakat 2003’te 83, 2004’te ise 89 Milyon dolara gerilemiştir. Buradaki düşüş finansal hizmetlerden sağlanan gelirden değil giderden kaynaklanmıştır. Bununla beraber yoğun sermaye girişlerinin yaşandığı 2006 ve 2007 yılında finansal hizmetler gider hesabındaki açık tekrar yükselmiştir.

3.2.2.1.3. Borç Kanalıyla Etkisi

Finansal liberalizasyon sürecinin Türkiye ekonomisinin yapısal dönüşümü açısından önemi yüksektir. Türkiye ekonomisinin ticari ve finansal serbestlik dönemi öncesi en önemli problemlerinin başında borçlanabilme sorunu gelmekteydi. 1970’li yıllara damgasını vuran petrol ve borç krizleri ekonominin döviz ihtiyacını şiddetlendirmiş ve borçların çevrimini tehlikeye atmıştı. Bununla beraber yürürlükte olan ithal ikameci birikim modeli ekonominin döviz ihtiyacını karşılamaktan bir hayli uzaktı. Aslında bu problem Türkiye ekonomisinin 1980 ve sonrasında yaşanan dönüşümünün temel nedeniydi. Bu yüzden önce ticari serbestlik, ardından iç finansal liberalizasyon ve son olarak da dış finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçirilmesi Türkiye’nin ekonomik hayatında köklü değişiklikler gerçekleştirmiştir. Uygulanan serbestlik politikaları sonucu uluslararası alanda Türkiye ekonomisinin borç kredibilitesi artmış olmakla beraber bu dönem aynı zamanda en büyük dış açıkların verildiği ve dış borçların da büyük oranda arttığı bir dönem olmuştur.

Finansal liberalizasyon süreciyle beraber 1980 sonrası dönemin mali kesim açısından en önemli gelişmelerinden birisi de devletin gittikçe artan ölçülerde mali piyasalara girmesidir. Maliye politikasının gevşetilmesi sonucunda genişleyen kamu açıkları ve bunun finansmanında Merkez Bankası kaynaklarının kullanılmasından kaçınma tercihi sonuçta, devleti mali piyasalara yönelmeye zorlamıştır. Bunun bir sonucu kamu borçlanmasının artması ve iç ve dış borç stoklarının büyümesidir. Bir başka sonucu ise artan borçlanma gereği nedeniyle faiz oranının sürekli yüksek düzeyde tutulması zorunluluğudur. Yüksek faiz reel kesimde üretken yatırımları caydırırken mali piyasalarda fonların artan ölçüde kamu finansmanına kaydırılmasına, özel kesimin dışlanmasına neden olmuştur. Bu sürecin ekonominin iç dengesini alt üst ederek kriz ortamını beslediği açıktır (Berksoy, 1995:610).

Daha önce de ifade edildiği gibi finansal liberalizasyon döneminin miladı sayılan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar, 11 Ağustos 1989 tarih ve 20249 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Aslında bu kararı, 29 Aralık 1983 tarihli 28 Sayılı Karar’la başlayan ve 7 Temmuz 1984 tarihli

30 Sayılı Karar'la devam eden Türk kambiyo rejiminin serbestleşmesi çabalarındaki en son aşama olarak değerlendirmek gerekir. Tüm bu çabalarla, Türkiye'de yerleşik gerçek ve tüzel kişilerin yurtdışından aynı ve nakdi kredi temin etmeleri serbest bırakılmış, yerleşiklerin döviz bulundurma, yerleşik bankalardan döviz kredisi alma, yurda döviz ithali ve yurtdışına döviz ihracı üzerindeki sınırlandırmaları önemli ölçüde azaltılmıştır. Böylece ödemeler dengesinin sermaye hesabı dışı açılmış ve reel sektör borçlanması daha rahat yapılabilir hale gelmiştir. Bu durum ülkemizde sürdürülemez kamu açıkları ve iç tasarruf yetersizlikleri gibi yapısal sorunların varlığıyla daha da tetiklenmiştir. Sıcak para politikasına zemin hazırlayan bu gelişme 1990'lar boyunca dış borç birikim süreçlerine önemli ivmeler kazandırmıştır (Sarı, 2004:53).

TL'nin konvertibilitesiyle birlikte ödemeler dengesinin sermaye hareketlerini serbestleştiren 32 sayılı karar, iç borçlanmanın büyüttüğü kamu açıklarının yarattığı iç borç stokunun yurtiçi mali sistemin giderek tükettiği fonlarına yurt dışından kaynak aktarma imkânını da yaratması nedeniyle iç borç sarmalında yeni bir dönemin başlangıcıdır (Ekzen, 2003:649). Bu dönemde yaşanan bir diğer önemli gelişme de 1989'daki tam finansal liberalizasyon öncesinde TCMB ile Hazine arasında yapılan protokol uyarınca Banka'nın Hazine'ye açtığı kısa vadeli avansa sınır getirmesi ve Banka'nın kamu kesimine verdiği kredileri kısmasının yanı sıra bankacılık kesimine kredi açmamasıdır. Böylelikle bir yandan iç borçlanmadaki ivmeyi hazırlayan koşullar bir araya getirildiği gibi, Banka'nın para yaratabilmesi için dış varlıklar edinmesi gerekliliği ortaya çıkmış ve ticari bankalara da dış borçlanmaya gitme yolu açılmıştır. Aynı yıl içinde finansal serbestliğin eşliğinde faiz-kur arbitrajıyla kısa vadeli sermayenin ekonomiye çekilmesi ve DİBS'lere yönlendirilmesi tasarımı yapılmıştır. Bu temelde, bir yandan iç borçlanma ivme kazanırken bankalara dış borçlanma yolu açıldığı ölçüde, iç borçlanma aynı zamanda dış borçlanmayı tetiklemiştir. Yine TCMB'nin para yaratabilmesi için dış varlıklarını artırma stratejisi de dış borçlanmaya kapıları açmıştır (Sönmez, 2003:325).

Tablo 11: Diğer Yatırımlar Hesabındaki Gelişmeler (Milyon \$)

	BORC VERME				BORÇLANMA					NET			
1990-2007	-16,4	-1.633,0	-632,1	Diğer Yatırımlar Varlıklar 281,5	268,3	-1.407,8	2.375,9	6.035,0	7.271,3	4.989,8	Diğer Yatırımlar Hacmi 1,17	Yatırım Hacmi/ GSYİH 1,47	
1980-2007 Yıllar	Merkez Bankası 62,6	Bankalar 1.334,5	Diğer Sektörler 867,5	Yatırımlar Varlıklar 1.387,1	Merkez Bankası 210,7	Genel Hükümet 1.218,7	Bankalar 1.899,9	Diğer Sektörler 4.742,3	Diğer Yatırımlar Yükümlülükler 4.905,5	Net Diğer Yatırımlar 1.316,4	Yatırım Hacmi 8.219,964	Hacmi/ GSYİH 1,86	
1980				85					569	654	1.223	0.81	
1981				360					444	804	1.248	0.81	
1982				-181					406	225	631	0.46	
1983				177					660	837	1.497	1.19	
1984	-551	-1.074		-1.625	108	-532	648	1.361	1.585	-40	1.545	1.06	
1985	-255	382		127	-36	-874	326	1.423	839	966	1.805	1.51	
1986	-220	-93		-313	45	45	755	1.321	2.166	1.853	4.019	3.04	
1987	-511	-434		-945	744	302	1.006	396	2.448	1.503	3.951	2.43	
1988	-381	-1.046	-1	-1.428	-790	-531	-144	403	-1.062	-2.490	-3.552	-2.11	
1989	712	-370	29	371	156	-2.317	240	281	-1.640	-1.269	-2.909	-1.50	
1990	361	-769	-1	-409	-535	-393	2.279	1.848	3.199	2.790	5.989	2.26	
1991	29	-2.595	3	-2.563	-939	-201	396	-496	-1.240	-3.803	-5.043	-1.94	
1992	36	-2.474	0	-2.438	255	-1.645	2.100	2.186	2.896	458	3.354	1.25	
1993	-60	-3.231	0	-3.291	1.036	-2.177	4.495	4.301	7.655	4.364	12.019	4.03	
1994	-18	2.441	0	2.423	1.362	-2.962	-7.053	256	-8.397	-5.974	-14.371	-6.61	
1995	-102	-281	0	-383	1.556	-2.131	1.973	2.541	3.939	3.556	7.495	2.75	
1996	-117	1.448	-1.000	331	1.255	-2.108	3.046	1.777	3.970	4.301	8.271	2.86	
1997	-98	-976	-676	-1.750	1.026	-1.456	2.232	4.729	6.531	4.781	11.312	3.74	
1998	-95	-942	-427	-1.464	571	-1.655	3.195	4.651	6.762	5.298	12.060	3.80	
1999	-98	-1.839	-367	-2.304	-231	-1.932	2.655	3.074	3.566	1.262	4.828	1.70	
2000	1	-1.574	-366	-1.939	619	117	3.736	5.917	10.389	8.450	18.839	6.41	
2001	-39	233	-795	-601	735	-1.977	-9.644	-1.410	-12.296	-12.897	-25.193	-11.74	
2002	-30	643	-1.390	-777	1.336	-669	-2.016	2.952	1.603	826	2.429	0.93	
2003	-28	348	-1.306	-986	497	-2.194	2.846	3.312	4.461	3.475	7.936	2.33	
2004	-24	-5.324	-1.607	-6.955	-209	-1.163	6.564	9.465	14.657	7.702	22.359	5.34	
2005	-16	-149	424	259	-787	-2.165	10.524	13.267	20.839	21.098	41.937	8.36	
2006	0	-11.018	-2.419	-13.437	-1.268	-712	11.704	19.966	29.690	16.253	45.943	8.38	
2007	2	-3335	-1.450	-4.783	-1.450	82	3.734	30.294	32.660	27.877	60.537	10.57	
1980-1989	-201,0	-439,2	14,0	-337,2	37,8	-651,2	471,8	864,2	641,5	304,3	945,8	0.77	
1990-1999	-16,2	-921,8	-246,8	-1.184,8	535,6	-1.666,0	1.531,8	2.486,7	2.888,1	1.703,3	4591,4	1.38	
2000-2007	-16,8	-2.522,0	-1.113,6	-3.652,4	-65,9	-1.085,1	3.431,0	10.470,4	12.750,4	9.098,0	2.1848,38	3.82	

Finansal liberalizasyon sürecinin dış borçlanmada yarattığı değişkenliği ödemeler bilançosundaki sermaye ve finans hesabının alt kalemlerinden olan “diğer yatırımlar” hesabından gözlemleyebiliriz. Diğer yatırımlar hesabı ticari kredileri ve bankaların döviz varlıklarındaki değişimi içermektedir. Diğer yatırımlar hesabının yükümlülüklerinin alt kalemleri olan ticari krediler, krediler, mevduatlar ve diğer yatırımlar hesapları yurt dışı yerleşiklere borçlu olduğunda dış borç stokuna dahil edilmektedir (Mutlu, 2006:24). Bu hesabın yükümlülük kalemlerindeki artış yurt dışına olan borç kayıtlarında artışı göstermektedir. Öte yandan bu hesabın varlık kalemlerindeki artış ise yerleşiklerden kaynaklı yurtdışına verilen borçları göstermektedir.

Bu bağlamda Tablo 11’i incelemek finansal liberalizasyon öncesi ve sonrasında kamu ve özeline borçlanma ve borç verme durumlarında yaşanan değişimi göstermesi açısından anlamlı olacaktır. Finansal liberalizasyon dönemi yerleşiklerin borç verme alışkanlıkları incelendiğinde verilen borçların büyük kısmının Hükümet ve Merkez Bankası’ndan kaynaklandığı görülmektedir. Özel sektörün borçluluk durumunun incelendiği “Diğer Sektörler” ise ilk kez 1989’da 1 Milyon dolar gibi küçük bir meblağla kayıt altına alınmıştır. İzleyen yıllarda da bu kaleme 1996 yılına kadar ciddi bir değişim yaşanmamıştır. 1980-1989 döneminde ortalama 14 Milyon dolar olan özel sektörden yerleşik olmayanlara verilen borçlar 1990-2007 döneminde ise ortalama 632 Milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu bakımdan finansal liberalizasyonla beraber özel sektörden dış dünyaya verilen kredi miktarında artış olmuştur denebilir. Benzer durum daha belirgin bir şekilde bankalar için söylenebilir. Bankaların dış dünyaya verdiği kredi miktarı 1980-2007 döneminde ortalama 1.3 Milyar dolar olarak gerçekleşirken bu rakam iç finansal liberalizasyon döneminde ortalamanın altında kalarak 439 Milyon dolar olarak gerçekleşmiş, finansal liberalizasyonun sağlandığı 1990-2007 döneminde ise 1.6 Milyar dolar olarak ortalamanın üzerine çıkmıştır. Finansal entegrasyonun kendini daha çok hissettirdiği 2000-2007 döneminde ise ortalama 2.5 Milyar dolar olmuştur. 2006 yılında bankalar kanalından yurt dışına 11 Milyar dolar kredi verilmiştir. Aynı durumu Merkez Bankası için söylemek zordur. Finansal liberalizasyon öncesi 1980-1989 döneminde ortalama 210 Milyon dolar kredi veren Merkez Bankası bu oranı

gittikçe düşürerek finansal liberalizasyon sonrasında ortalama 16 Milyon dolara indirmiştir.

Tablo 11'in borçlanma kısmını incelediğimizde de ilginç bulgulara ulaşmaktayız. Tablo 10'da göze çarpan önemli bulgulardan biri 1984 yılında yükümlülüklerde yaşanan yüksek oranlı artıştır. Bu artışın alt kalemlerine inildiğinde büyük payın diğer sektörlerle ait olduğu görülmektedir. Diğer sektörler kaleminde özel sektörün dış dünyadan sağladığı finansman miktarı kaydedilmektedir. Bu bağlamda diğer sektörler kaleminde 1984 yılından sonra yaşanan artışı 30 sayılı kararname çerçevesinde özel sektörün artan oranda dışarıdan borçlanmaya gitmesi şeklinde yorumlayabiliriz. Bu artış özellikle 2004 yılından sonra daha belirgin olmaya başlamıştır. 2004 yılında 9.4, 2005'te 13.2, 2006'da 19.9 ve 2007 yılında da 30.2 Milyar dolar gibi ciddi rakamlara varan özel sektör borçlanması ekonomik dengeler açısından bir risk göstergesi olarak okunabilir.

Bankalar kalemi altında da yurt içi bankaların yerleşik olmayanlarla olan borç ilişkisi gösterilmektedir. Bankalar kalemindeki asıl dalgalanmalar 1990'lı yıllarda ortaya çıkmıştır. Dış finansal liberalizasyonun uygulamaya konmasıyla beraber bankalar bu kanaldan yurt dışı borçlanmaya gitmişlerdir. Türk bankacılık sisteminin 1989 sonrasında finansal liberalizasyon altındaki temel işlevinin, doğrudan dışarıdan borçlanma yetisini kaybetmiş bulunan kamu kesimine aracılık yaparak, kamu sektörü borçlanma gereğini finanse etmek olduğu şeklinde özetlenebilir. Burada bankacılık sisteminin özgün işlevi, uluslar arası arbitraje dayalı kısa vadeli dış finansmanı, yurt içinde kamu iç borçlanma senetlerinde değerlendirerek reel kazanç elde etmeye yöneltmesi haline dönüşmüştür (Yeldan, 2004:144). Bu bağlamda bankaların yurt dışından sağladıkları krediler 1989'da 240 Milyon dolardan 1990'da 2.2 Milyar dolara sıçramıştır. Yalnızca kriz yılları olan 1994, 2001 ve 2002 yıllarında negatif bakiye veren bankalar kalemi 2006 yılında ise 11.7 Milyar dolara kadar çıkmıştır. Bu durumda uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının, asıl işlevi reel kesime finans sağlamak olan bankaları bu konumundan uzaklaştırarak daha çok faiz-kur arbitrajına dayalı spekülative alanlara kaydırıldığı ifade edilebilir.

“Diğer Yatırımlar Yükümlülükler” hesabının “Diğer Sektörler” alt kalemi özel sektörün yurtdışından borçlanmasını göstermektedir. Finansal liberalizasyon özel sektörün yurt dışından borçlanma imkanını da artırmıştır. Nitekim 1980-1989 döneminde ortalama 864 Milyon dolar olan özel kesim borçlanması 1990-1999 döneminde ortalama 2.4 Milyar dolara, 2000-2007 döneminde ise ortalama 10 Milyar dolara yükselmiştir. Özel sektörün borçlanmasına ilişkin daha ilginç bir gelişmeyi ise 2002-2007 döneminde görmekteyiz. Özel Sektör 2002-2007 döneminde dışarıdan kümülatif olarak 80 Milyar dolar düzeyinde borçlanmıştır. Yani 2002-2007 döneminde özel sektör aracılığıyla toplam olarak 80 Milyar dolar Türkiye’ye girmiştir. Bunun anlamı özellikle 2000 sonrasında artan sermaye girişi sonucu TL’nin değerlenmesi ve yurt dışı kredi kullanımının daha az maliyetli hale gelmesidir. Kuşkusuz bu süreç özel sektör açısından kur riskini de beraberinde getirmekte ve olası bir finansal kriz sonrasında finansal kesime olduğu kadar reel kesime de ağır bir yük getirme olasılığı taşımaktadır. 1990’larda bankacılık dışı özel sektör, çoğunluğunu orta ve uzun vadeli kredilerin oluşturduğu net sermaye girişini sağlayan başlıca kurumlar olmuşlardır. Son on yılda dış borcun büyük bölümünden kamu sektörü sorumlu olsa da hükümetin net sermaye girişindeki payı özel sektörle karşılaştırıldığında daha düşük düzeyde kalmıştır (TCMB, 2002:26).

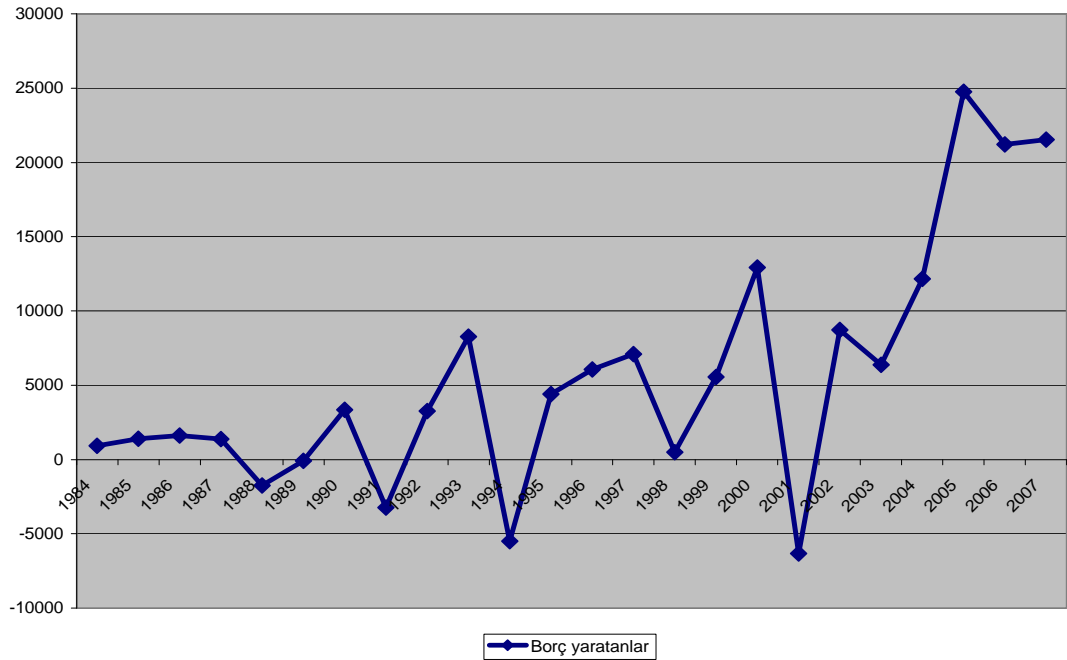
Tablo11’in son sütunu ise diğer yatırım hacminin GSYİH’e oranını göstermektedir. İç finansal liberalizasyon dönemi olan 1980-1989’da ortalama binde 7 olan oran 1990-1999 döneminde yüzde 1,3’e, 2000-2007 döneminde ise yüzde 3,8’e ulaşmıştır. 2001 krizi döneminde diğer yatırım hacminin GSYİH’nin yüzde -11’i olduğu dikkate alınırsa kriz döneminde önemli bir miktarda sermaye kaçıışı yaşandığı söylenebilir. Öte yandan diğer yatırım hacmi 2007 yılında 60 Milyar dolara yükselerek GSYİH’nin yüzde 10’una ulaşmıştır. Finansal krizlere daha açık olunan 2000 sonrası dönemde diğer yatırım hacmindeki bu yükseklik ekonomideki risk algısını yükseltmektedir.

Dış borçlar Türkiye ekonomisinin büyümesinin gerektirdiği dış kaynaklardan (yani cari işlem açığının finansman gereksiniminden) bağımsız olarak büyüyen bir ivme kazanmıştır. Bunun nedeni Türkiyeli aktörlerin, bankaların, şirketlerin,

rantiyelerin ülke dışına serbestçe kayıtlı veya kayıtsız sermaye çıkarabilmeleri ve istikrarsız bir dış serbesti ortamında aşırı rezerv biriktirme çabalarıdır. Kısacası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmenin bir faturası da dış borçlardaki denetimsiz büyümedir (Boratav, 2004:183).

Bilindiği gibi ödemeler bilançosu tanım gereği sifıra eşit olmalıdır. Cari açık durumunda, açığın çeşitli sermaye girişi ile finanse edilmesi ile ödemeler bilançosu denkliliğine ulaşılır. Bu bakımdan cari açık doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlarla finanse edilir. Toplam finansmanın bu alt kalemlerini borç yaratan ve borç yaratmayan kalemler olarak ikiye ayırabiliriz. Doğrudan yatırımları ve portföy yatırımlarının hisse senedinden oluşan kısımları dış borç yaratmayan finansman olarak kabul edilebilir. Portföy yatırımlarının borç senetleri ve diğer yatırımları olarak anılan sermaye girişleri ise borç yaratan sermaye girişleridir (Yentürk, 2005:32). Bu bağlamda oluşturulan Şekil 5 bize özellikle finansal liberalizasyon sürecinden sonra borç yaratan sermaye girişleriyle ilgili bilgi vermektedir.

Şekil 5: Borç Yaratan Sermaye Girişi



Şekil 5'ten de görüldüğü gibi borç yaratan sermaye girişi dış finansal liberalizasyon sağlandıktan sonra dalgalı bir seyir izlemiş ve bu dalgalanmaların

dozu giderek artmıştır. Kriz dönemlerinde negatif olan borç yaratan sermaye hareketleri 2001-2002'den sonra tekrar pozitif olmuş ve 2007 yılında 20 Milyar doları aşmıştır. Bunun anlamı finansal liberalizasyondan sonra yaşanan dış kaynak girişlerinin borç yaratma kapasitesinin yüksek olmasıdır. Bu bakımdan finansal liberalizasyon sonucu yaşanan sermaye hareketlerinin istikrar bozucu, borçlanmayı artırıcı özellikler taşıdığı söylenebilir.

3.2.2.1.4. Rezerv Varlıklar Kanalıyla Etkisi

Rezerv varlıklar kalemi merkez bankasının sahip olduğu döviz ve altın cinsinden rezervleri içermektedir. Sermaye hareketlerinin ezici çoğunluğunun dünya rezerv parası olan dolar üzerinden gerçekleştiği düşünülürse finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda doğrudan etkilediği kanallardan birinin de rezerv varlıklar hesabı olduğu kabul edilir.

Liberalleşen ortamlarda gelişmekte olan ülkelerde finansal kargaşa olasılıklarının artması, rezerv gereksinimlerinde de yükselmelere yol açabilir. Dışa dönük finansal liberalleşme öncesinde uygun rezerv miktarı genellikle 3-4 aylık ithalat düzeyiyle tanımlanırken, yeni dönemde bu ölçütün belirlenmesinde ülkenin kısa vadeli veya toplam dış borç stoku kullanılmaya başlanmıştır. Örneğin Alan Greenspan, gerekli rezervleri, “ülkelerin bir yıl boyunca borçlanmaya gerek duymayacaklarını güvenceye alabilecek düzey” olarak tanımlamıştır (Boratav, 2003:23). Türkiye'nin rezerv varlıklarındaki değişim Tablo 12'de incelenmiştir.

Tablo 12: Rezerv Varlıklardaki Gelişmeler (Milyon \$)						
Yıllar	Resmi Rezervler	Uluslararası Para Fonu Kredileri	Rezerv Varlıklar(*)	Kümülatif Rezervler (KR)	KR/GSYİH	
1980	-494	423	1.302	1.302	0.86	
1981	-195	268	388	914	0.59	
1982	-288	133	747	167	0.12	
1983	-68	77	631	-464	-0.37	
1984	-63	-42	897	-1.361	-0.93	
1985	360	-251	785	-2.146	-1.80	
1986	-163	-378	-541	-1.605	-1.22	
1987	-136	-443	-579	-1.026	-0.63	
1988	-721	-432	-1.153	127	0.08	
1989	-2.472	-240	-2.712	2.839	1.47	
1990	-896	-48	-944	3.783	1.42	
1991	1.199	0	1.199	2.584	0.99	
1992	-1.484	0	-1.484	4.068	1.52	
1993	-314	0	-314	4.382	1.47	
1994	-625	340	-285	4.667	2.15	
1995	-5.032	347	-4.685	9.352	3.43	
1996	-4.545	0	-4.545	13.897	4.81	
1997	-3.316	-28	-3.344	17.241	5.71	
1998	-216	-231	-447	17.688	5.57	
1999	-5.726	520	-5.206	22.894	8.04	
2000	-354	3.351	2.997	19.897	6.77	
2001	2.694	10.230	12.924	6.973	3.25	
2002	-6.153	6.365	212	6.761	2.58	
2003	-4.047	-50	-4.097	10.858	3.18	
2004	-824	-3.518	-4.342	15.200	3.63	
2005	-17.847	-5.353	-23.200	38.400	7.66	
2006	-6.114	-4.511	-10.625	49.025	8.94	
2007	-8.032	-3.983	-12.015	61.040	10.66	
1980-1989	-424	-89	-24	-125	0	
1990-1999	-2.096	90	-2.006	10.056	4	
2000-2007	-5.085	316	-4.768	26.019	6	
1990-2007	-3.424	191	-3.233	17.151	5	
1980-2007	-2.353	91	-2.087	10.981	3	

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Tablo 12’de 1980 sonrası dönemde rezerv varlıklar ve alt kalemlerindeki gelişmeler verilmiştir. Rezervlerde artış olduğunda bu resmi rezervler hesabına negatif azalış olduğunda ise pozitif olarak kaydedilmektedir. İncelenen dönem için finansal liberalizasyon öncesi dönemde rezerv varlıklar genelde pozitif işaret alırken finansal liberalizasyon uygulamalarının hayata geçtiği dönemlerde ise negatif değer almıştır. Bunu finansal liberalizasyonla beraber dış şoklara açık hale gelen

ekonomide spekülâtif ataklara karşı alınan bir önlem şeklinde değerlendirebiliriz. Nitekim kriz dönemleri incelendiğinde rezerv varlıklar kaleminin pozitif olduğu görünmektedir. Öte yandan 2001 yılında rezervler 12 Milyar dolar gibi yüksek miktarda aşmıştır. Kriz yılı olan 2001’de sermaye kaçışının gerçekleştiği ve piyasanın likidite sıkışıklığının Merkez Bankası rezervlerinden karşılandığı bilinmektedir. Bu yıldaki aşmanın IMF’den alınan kredilerle karşılandığı görülmektedir.

Öte yandan rezervlerin kümülatif toplamının ve bu toplamın GSYİH’ye oranının yer aldığı son iki sütun incelendiğinde finansal liberalizasyon dönemi olan 1980-1989 aralığında ortalama -125 Milyon dolar olan rezerv miktarı dış finansal liberalizasyonun sağlandığı yıllarda giderek büyüyerek 1990-1999 aralığında 10 Milyar dolara, 2000-2007 aralığında ise 26 Milyar dolar gibi yüksek miktarlara ulaşmıştır.

Denetimsiz sermaye hareketlerinin olduğu kırılğan bir ortamda rezerv biriktirme baskısı da artmaktadır. Birikmiş rezervlerin GSYİH içindeki payına baktığımız da finansal liberalizasyon öncesi sıfır olan oranın finansal liberalizasyon sonrası dönemde giderek arttığını görmekteyiz. Özellikle 2000-2007 döneminde GSYİH’nin yüzde 6’sına ulaşan rezervler 2007 yılında yüzde 10 düzeyinde gerçekleşmiştir.

32 Sayılı Karar ile beraber her türden denetimsiz sermaye akımlarına açık hale gelen ekonomi de rezerv biriktirme baskısı oluşmaktadır. Yaşanabilecek finansal şoklara karşı önlem olarak düşünülen rezerv birikiminin bir üst sınırı olmadığı için özellikle kaynak sıkıntısı çeken ülkeler de büyümenin finansmanında kaynakların etkin kullanımıyla ilgili soru işaretleri oluşturmaktadır. Öte yandan aşırı rezerv birikimi ülkeyi genel olarak bir kur riskine de sokabilmektedir. Rezerv para biriminin değerindeki dalgalanmalar ülkenin rezervlerinin kısa süre içinde değersizleşmesine yol açabilmektedir.

3.2.2.2. Finansal Liberalizasyonun Ödemeler Bilânçosu Üzerindeki Dolaylı Etki Kanalları

Bu bölümde finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda meydana getirdiği dolaylı etki kanalları olarak sırasıyla döviz kuru kanalı, dış ticaret kanalı, doğrudan sermaye kanalı ve net hata ve noksan kanalı incelenecektir.

3.2.2.2.1. Döviz Kuru Kanalı

İthal ikameci dönemde yaşanan ödemeler dengesi ve dış borç sorununun çözümü için dış ticarete daha açık, ihracatı ve diğer döviz kazandırıcı işlemleri ön plana çıkararak bir kaynak tahsisi ve yapısal değişim 1980 sonrası dönemin belirgin özelliğidir. Bu genel çerçevede içinde dışa dönük/ihracata dayalı ve rekabetçi olan yeni birikim rejiminin uygulamaya konduğu ilk yıllarda öncelik dış dengelerin yeniden kurulmasına ve dış borçların düzenli olarak ödenmesine verilmiştir. Dış dengenin bozulmasının başlıca sorumlusu olarak aşırı değerli döviz kuru, ithal yasakları ve ihracatın özendirilmemesi görüldüğünden, istikrar ve dışa açılma programında öncelikler ulusal paranın dış değerinin sürekli düşürülmesi ve günlük ayarlamalara dayalı esnek bir kur politikasının izlenmesi, ihracatın ve diğer döviz kazandırıcı faaliyetlerin özendirilmesi ve ithalatın serbestleştirilmesi olarak belirlenmiştir. Sürekli reel devalüasyonlara dayalı kur politikası ihracata yönelik en önemli teşvik aracı olmuştur (Eser, 1993:74).

Türkiye’de finansal reform süreci, 1980 sonrası “yapısal uyum ve dışa açık, piyasa ekonomisi güdümünde liberalizasyon” programının bir uzantısı olarak gelişim göstermiştir (Yeldan, 2004:129). Finansal liberalleşme sürecinde piyasa odaklı politikalara ağırlık verilmesi çabalarının ilk adımı döviz kuru rejiminde yapılan değişiklikler ile atılmıştır. 1980 öncesinde uygulanan sabit döviz kuru rejiminde Türk lirasının değeri hükümet tarafından değişen ekonomik koşullara göre belirleniyor ve ayarlanıyordu. Ne var ki, ayarlamalarda meydana gelen gecikmeler Türk lirasının bazı dönemlerde belirgin şekilde ve aşırı ölçüde değerlenmesine neden olmaktadır. Bu nedenle Ocak 1980’de uygulamaya konan istikrar programıyla daha

gerçekçi ve esnek bir döviz kuru politikası yürütülmeye başlanmıştır. Böylece Türk lirasının diğer para birimleri karşısındaki değeri önemli oranda düşürülmüş ve kara borsanın varlığını da engelleyen tek bir geçerli kur oluşmuştur. Mayıs 1981 itibariyle Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası günlük kur ayarlamalarına başlamıştır (TCMB, 2002:11).

24 Ocak programının uygulanması sırasında TL'nin ABD doları karşısındaki fiyatı önce yüzde 48,62 oranında düşürülerek 1 dolar TL karşılığı 47,80 TL'den 71,40 TL'ye yükseltildi. 1 Temmuz 1981'den sonra da her gün yeniden ayarlanmaya başlandı. Bu yeni ayarlamalar TL'nin fiyatının düşürülmesi yada devalüasyon biçiminde oldu. Döviz kurunun sürekli değiştirilmesiyle amaçlanan kısa dönemde TL'nin resmi ve karaborsa fiyatları arasındaki farkı azaltmak, dışardan borç alabilmek –bu durum IMF'nin önermesidir- ve yurtdışında çalışanların daha fazla döviz göndermelerini sağlamaktır (Kepenek ve Yentürk, 2005: 205). Sonuç olarak 1980–85 süresinde TL efektif kurlar cinsinden yılda yaklaşık yüzde 3 oranında değer kaybetti. 1984 yılında ticari bankaların belirli sınırlar dâhilinde döviz ticareti yapmalarına ve döviz hesabı açmalarına izin verildiği gibi Merkez Bankasınca saptanan değerler etrafında kendi kurlarını da belirlemelerine olanak sağlandı. Nihayet 1988 Ağustos tarihinde döviz kurlarının belirlenmesi Merkez Bankasınca kurulan döviz piyasası yardımıyla serbest piyasa güçlerine açıldı (Çeçen, Doğruel ve Doğruel, 1996:114).

32 Sayılı Karar ile sağlanan finansal serbestleşme 1990'lı yıllarda döviz kurunun mal ticaretinden çok, kısa dönemli sermaye hareketlerine duyarlı olması sonucunu doğurdu ve döviz kuru ana işlevinden kopmaya başladı (Kepenek, Yentürk, 2005:323). Türkiye sermaye hareketlerini serbestleştirdiği 1989 sonrasında döviz dengesinde yepyeni bir ortalamaya geçmiş ve TL'nin yapısal olarak daha değerli olduğu bir patikaya yönelmiştir. Türkiye'nin 1980'ler boyunca izlediği döviz kuru reel düzeyi 1989 sonrasında ucuzlamaya başlamış (TL reel olarak değer kazanmış) ve yapısal olarak aşırı değerli bir konumda olmuştur. Türk Lirasında 1994 ve 2001'de görülen değer kayıplarını bu şartlar altında 1980'lerin dengelerini sağlamaya yönelik düzeltici birer devalüasyon olarak nitelemek yanlış olmayacaktır.

Ancak 1980'lerin dengelerine göre biçimlenen bu iki devalüasyonun da etkileri hemen bertaraf edilmiş ve Türk mali piyasaları tekrardan aşırı değerli TL politikasına geri dönmüştür (Yeldan, 2006:198).

Türkiye ekonomisi 1980 sonrası yaşadığı yapısal dönüşüm çerçevesinde artan boyutlarda sermaye hareketliliğine sahne olmuştur. Özellikle ödemeler bilançosunun sermaye hesabının serbestleştirildiği 1989 yılından sonra Türkiye'ye doğrudan yatırım, portföy yatırımı ve diğer yatırımlar şeklinde çeşitli zamanlarda çeşitli ağırlıklarda sermaye giriş çıkışları yaşanmıştır. Bununla beraber finansal liberalizasyon sonucu yaşanan sermaye hareketlerinin kısa dönemli, spekülatif özelliği ağır basmış, buda uygulanmakta olan ihracata dayalı kalkınma politikasına uygun olmayan döviz kuru politikalarının hayata geçmesine yol açmıştır. Böylece Türkiye ekonomisi faiz-kur farklılaşmalarına göre hareket eden ve sıcak para olarak nitelenen, büyük boyutlu, kısa vadeli ve oynak para hareketlerinin oyun alanına girmiştir (Berksoy, 1995:613). Bunun sonucunda çoğu zaman döviz kuru eksik değerlendirilmiş yani ulusal para aşırı değerli hale gelmiştir. Döviz kurlarındaki bu değerlendirme ise dış ticaret açığını olumsuz etkilemiştir.

Tablo 13: Döviz Kurundaki Gelişmeler					
Yıllar	Cari Kur (TL/\$)	Cari Kur Endeksi (1995=100)	Cari Kur Yüzde Değişim	Reel Kur Endeksi* (1990:100)	Reel Kur Yüzde Değişim
1980	77	0.17		130.56	
1981	112	0.24	46.8	129.27	-1.0
1982	164	0.36	45.9	118.62	-8.2
1983	228	0.50	39.2	114.38	-3.6
1984	368	0.80	61.2	108.34	-5.3
1985	525	1.14	42.5	109.20	0.8
1986	680	1.48	29.7	90.15	-17.4
1987	861	1.87	26.5	82.46	-8.5
1988	1.431	3.11	66.3	81.36	-1.3
1989	2.125	4.62	48.5	88.34	8.6
1990	2.612	5.68	22.9	100.00	13.2
1991	4.184	9.10	60.2	102.33	2.3
1992	6.888	14.99	64.6	98.21	-4.0
1993	11.058	24.06	60.5	109.91	11.9
1994	29.848	64.95	169.9	82.55	-24.9
1995	45.952	100	54.0	89.41	8.3
1996	81.796	178	78.0	91.79	2.7
1997	152.805	333	86.8	97.79	6.5
1998	262.233	571	71.6	105.97	8.4
1999	422.152	919	61.0	110.08	3.9
2000	626.712	1364	48.5	122.07	10.9
2001	1.231.322	2680	96.5	100.55	-17.6
2002	1.513.102	3293	22.9	111.96	11.3
2003	1.500.269	3265	-0.8	122.06	9.0
2004	1.429.202	3110	-4.7	128.29	5.1
2005	1.347.260	2932	-5.7	143.08	11.5
2006	1.438.010	3129	6.7	143.50	0.3
2007	1.307.790	2846	-9.1	157.27	9.6
1980-1989	657	1	45	105.27	-4.0
1990-1999	101.953	222	73	98.80	2.8
2000-2007	1.299.208	2827	19	128.60	5.0
1990-2007	634.066	1380	49	112.04	3.8
1980-2007	407.849	888	48	109.62	1.2

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

*Reel kurdaki artış ulusal paradaki değerlenmeyi göstermektedir

Tüm bu gelişmeleri Tablo 13'den izlemek mümkündür. Cari kur değerleri izlendiğinde TL'nin dolar karşısında sürekli değer kaybettiği görülmektedir. 1995 yılında 100 olan cari kur indeksi 2000'li yıllarda 3200'e kadar çıkmış, 2007 yılında ise 2846 olarak gerçekleşmiştir. Kurdaki değişimin finansal liberalizasyondan ve dolayısıyla sermaye hareketlerinden ne derecede etkilendiğinin incelenmesi için reel

kurdaki gelişmeleri incelemek daha anlamlı olacaktır. 1990 baz yılı alınarak hesaplanan reel kurdaki artışlar ulusal paradaki değerlenmeyi göstermektedir. Bu bakımdan bazı yıllar hariç olmak üzere genelde kurun eksik değerlendirildiği görülmektedir. Özellikle krizlerden sonra yapılan devalüasyonlar kurdaki eksik değerlendirilmeyi anlık olarak giderse de ardından kur tekrar eksik değerlendirilmeye devam etmiştir. 1994 ve 2001 yıllarından sonra reel kurdaki değişimler incelendiğinde bu durum açıkça görülmektedir. 1994 ve 2001 yıllarında yapılan devalüasyonların etkisi geçici olmuş, sonraki yıllarda da kur eksik değerlendirilmeye devam etmiştir.

Reel kurdaki ortalama değişimler incelendiğinde, iç finansal liberalizasyon dönemi olarak adlandırabileceğimiz 1980-1989 yılları arasında dönemin dışa açık kalkınma stratejisine uygun olarak, kurda yüzde 4 oranında bir değer kaybı görmekteyiz. Bu durum ihracata dayalı kalkınma için olumlu bir gelişme olarak düşünülebilir. Fakat dış finansal liberalizasyonun sağlandığı sonraki yıllarda aynı şeyi söylemek mümkün değildir. Özellikle 1990-1999 ve 2000-2007 dönemlerinde reel kurda sırasıyla meydana gelen yüzde 2.8 ve yüzde 4.8'lik değerlenmeler dış ticareti olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde reel kurda meydana gelen değerlenmelerin arkasında yurtdışından gelen yüksek miktarda sermayenin olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla finansal liberalizasyon uygulamaları ülkenin dış ticaret stratejisine aykırı bir biçimde kur değerlendiren dış ticaret dengesini olumsuz etkilemektedir.

3.2.2.2.2. Dış Ticaret Kanalı

Finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunu dolaylı yoldan etkilediği kanalların başında dış ticaret kanalı gelmektedir. Finansal liberalizasyonla beraber artan sermaye hareketliliği, özellikle de bu sermaye hareketlerinin daha çok spekülasyon nitelikli kısa vadeli karakter taşıması döviz kurlarında aşırı değerlenmeye yol açmıştır. Döviz kurlarındaki aşırı değerlendirilmeye ithalat ve ihracat üzerinde olumsuz etkiler yapmaktadır. Türkiye ekonomisi uzun yıllardır kronik olarak artan seviyelerde dış ticaret açığı vermektedir. 1980 sonrası uygulanan ihracata dayalı

kalkınma stratejisi de bu açığın önce azaltılması ardından da dış ticaret fazlasına geçilmesi amacıyla uygulamaya konulmuştu. Bununla beraber gelişmeler beklenenin tersi yönde olmuştur.

Türkiye 1980 yılından itibaren ekonomi politikasında ve sanayileşme stratejisinde köklü bir dönüşüm yaparak, piyasa ekonomisine ağırlık veren, dünya ekonomisiyle bütünleşmeyi amaçlayan, ihracata dayalı sanayileşme stratejisini içeren ekonomik istikrar programı uygulamaya başladı. Bu program IMF'nin 1970'li yıllardan itibaren ödemeler dengesi ve dış borç krizine giren Güney Kore, Tayvan, Singapur ve Hong-Kong, Brezilya, Şili, Tunus gibi ülkelere önerdiği –dayattığı- standart monetarist istikrar programlarından farklı değildi. İhracata dayalı sanayileşme stratejisinin benimsendiği 1980 sonrası dönemde, özel sektöre ağırlık veren, uluslararası rekabet ortamına uygun, dinamik bir ekonomik yapı yaratmak için kambiyo rejimini önemli ölçüde serbestleştiren, ithalatta liberasyonu arttıran, ihracatı desteklemeye öncelik veren ve yabancı sermayeye kolaylıklar sağlayan bir uygulama izlendi. İhracata dayalı sanayileşmede özel kesime ağırlık vermek daha çok düşük ücret ve yüksek döviz kuru politikalarına dayalı parasal politikalar olarak yürütüldü (Erkan vd, 2007:68). Ayrıca bu dönemde döviz kuru iç talebi baskılamak ve Türk endüstrisinin dış rekabet gücünü artırmak için kullanıldı (Sak, 1995:58). Bu politikalar sonucu 1980-1989 döneminde Türkiye'nin ihracat ve ithalat hacmi arttı.

Tablo 14: Dış Ticaretteki Gelişmeler (Milyon \$)				
Yıllar	X	M	X-M	Reel Kur (1990=100)
1980	2.910	7.513	-4.603	130.56
1981	4.703	8.567	-3.864	129.27
1982	5.890	8.518	-2.628	118.62
1983	5.905	8.895	-2.990	114.38
1984	7.134	10.044	-2.910	108.34
1985	7.959	10.935	-2.976	109.20
1986	7.457	10.475	-3.018	90.15
1987	10.190	13.396	-3.206	82.46
1988	11.662	13.475	-1.813	81.36
1989	11.625	15.815	-4.190	88.34
1990	12.959	22.407	-9.448	100.00
1991	13.593	20.883	-7.290	102.33
1992	14.715	22.791	-8.076	98.21
1993	15.345	29.426	-14.081	109.91
1994	18.106	22.273	-4.167	82.55
1995	21.636	34.788	-13.152	89.41
1996	32.067	42.331	-10.264	91.79
1997	32.110	47.158	-15.048	97.79
1998	30.741	44.779	-14.038	105.97
1999	29.031	38.802	-9.771	110.08
2000	30.825	52.882	-22.057	122.07
2001	34.729	38.092	-3.363	100.55
2002	40.719	47.109	-6.390	111.96
2003	52.394	65.883	-13.489	122.06
2004	68.535	91.271	-22.736	128.29
2005	78.365	111.353	-32.988	143.08
2006	93.611	134.552	-40.941	143.50
2007	115.306	162.033	-46.727	157.27
1980-1989	7.543,5	10.763,3	-3.219,8	105.27
1990-1999	2.2030,3	32.563,8	-10.533,5	98.80
2000-2007	6.4310,5	87.896,8	-23.586,4	128.60
1990-2007	4.0821,5	57.156,2	-16.334,8	112.04
1980-2007	2.8936,5	40.587,3	-11.650,9	109.62

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Tablo 14'ten görüldüğü gibi 1980'de 2.9 Milyar dolar olan ihracat 1989'da 11.6 Milyar dolara çıkmıştır. Öte yandan aynı yıllarda ithalat ise 7.5 Milyar dolardan 15.8 Milyar dolara çıkmıştır. Bu dönemde dış ticaret ve kambiyo rejimlerinin serbestleştirilmesine bağlı olarak ithalatın hacmi ve bileşimi üzerindeki merkezi denetim bu yıllarda iyice zayıflamış, bu nedenle hızlı ihracat artışlarına rağmen dış açıklar daraltılamamıştır (Boratav, 2004:161).

Dış finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçirildiği 1989 yılı ise ödemeler dengesi açısından yeni bir dönemin başlangıcı olmuştur. Ödemeler dengesinin sermaye ve finans hesabının serbestleştirilmesiyle beraber sermaye hareketleri cari açıkların ve cari açıklar içinde en önemli paya sahip olan dış ticaret açıklarının finansmanında yeni bir kapı aralamıştır. Öte yandan Türkiye’de finansal hareketlerin serbestleştirilmesi sonucu ortaya çıkan spekülasyon sermaye girişi, yerli paranın yabancı paralar karşısında değer kazanmasına yol açarak ihracat ürünlerinin dış fiyatlarının artmasına ve ithalatın ucuzlamasına neden olmaktadır. Spekülasyon sermaye girişiyle birlikte ortaya çıkan faiz oranlarındaki yükselme ve finansal araçların getirisinin yükselmesi reel yatırımları azaltıcı rol oynamakta ve en önemli ihracata yönelik sektör olan imalat sanayisi ihracatını olumsuz etkilemektedir. Diğer yandan iç talepte ortaya çıkan artış ise özellikle yerli paranın değerli olması olgusu ile de birleşince dış ticaret açığında artışı beraberinde getirmektedir (Kepenek ve Yentürk, 2005:332). Tablo 14’ten görüldüğü gibi reel kurda yaşanan değerlenmeyle dış ticaret açığı arasında yakından bir ilişki vardır. 1980-2007 döneminde ortalama dış ticaret açığı 11.6 Milyar dolar olarak gerçekleşirken finansal liberalizasyon yılları olan 1990-2007 döneminde hem reel kur yüzde 12 değerlenmiş, hem de dış ticaret açığı ortalaması 16 Milyar dolara çıkmıştır.

2000’li yıllar ise Türkiye ekonomisi açısından krizlerle başlayan yıllar olmuştur. Finansal liberalizasyon ve yetersiz düzenlemelerin tetiklemesiyle yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri TL’nin değerinde yüksek oranlı devalüasyonlarla sonuçlanmıştır. Aslında bu sonuç önceki yıllarla karşılaştırıldığında şaşırtıcı değildir. Finansal liberalizasyondan sonra değerlenme eğilimine giren TL olması gereken değerine daima yaşanan krizlerle yakınsamıştır. Bu bakımdan 2000–2001 krizi de 1994 yılındakiyle aynı sonucu doğurmuştur. Yaşanan kriz sonucunda 2000 yılında 22 Milyar dolar olan dış ticaret açığı 2001 yılında 3.3 Milyar dolara düşmüştür. Bu düşüşün ardında ihracatta yaşanan artıştan çok ithalatta yaşanan düşüş yatmaktadır. İthalatın düşme sebebi ise yapılan yüksek oranlı devalüasyondur. Öte yandan 2000’li yıllarda yaşanan krizlerden sonra öncekilerden farklı olarak sabit kur uygulaması terk edilmiş ve döviz kurunun tamamıyla piyasa mekanizması tarafından belirlendiği dalgalı kur sistemine geçilmiştir. Dalgalı kur sistemi benimsendikten sonra yurt

içindeki yüksek reel faiz oranlarına bağlı olarak yaşanan sermaye girişleri döviz kurunun tekrardan değerlenmesine yol açmıştır. Bu da 2000 yılındaki dış ticaret açığının 2004 yılında yakalanmasına ve sonraki yıllarda da giderek artmasına yol açmıştır. 2000-2007 aralığında reel kur ortalama yüzde 43 değer kazanmış, dış ticaret açığı ortalaması ise 23 Milyar dolara yükselmiştir. Özetle finansal liberalizasyon sonucu içeri giren spekülasyon sermaye kurlarda değerlenmeye yol açmış, buda ithalatı ucuzlatarak dış ticaret açığını artmasına yol açmıştır.

3.2.2.2.3. Doğrudan Yatırımlar Kanalı

Finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunu etkilediği dolaylı kanallardan biri de doğrudan yatırımlar kanalıdır. Doğrudan yatırımlar kalemi ödemeler bilançosunda sermaye ve finans hesabının alt kalemi olarak yer almaktadır. Doğrudan yatırımlar sermaye ve finans hesabının diğer alt kalemleri olan portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan farklı olarak ülke içinde yapılan maddi yatırımları ifade etmektedirler. Bu bakımdan yerleşik olmayanlarca yapılan bu yatırımların yurt dışından yurt içine sermaye, teknoloji ve ar-ge getirdiği kabul edilmektedir. Ayrıca doğrudan yatırımlar yapısı gereği dış borç yaratmayan, kalıcı, spekülasyon özellikler taşımayan, ülke içi istihdama olumlu katkı sunan yatırımlardır. Bununla beraber her yatırım türünde olduğu gibi doğrudan yatırımlarda da amaç kar elde etmek ve bu karı sorunsuzca istenildiği gibi değerlendirebilmektir. Bu bakımdan finansal liberalizasyon doğrudan yatırımlardan sağlanan karın transferini sağlayan politikalar demetini hayata geçirdiği için doğrudan yatırımları dolaylı olarak etkilemektedir.

Tablo 15: Doğrudan Yatırımlardaki Gelişmeler (Milyon \$)				
Yıllar	Doğrudan Yatırım Çıkış	Doğrudan Yatırım Girişi	Net Doğrudan Yatırım (A)	A/GSYİH
1980	0	18	18	0.01
1981	0	95	95	0.06
1982	0	55	55	0.04
1983	0	46	46	0.04
1984	0	113	113	0.08
1985	0	99	99	0.08
1986	0	125	125	0.09
1987	-9	115	106	0.07
1988	0	354	354	0.21
1989	0	663	663	0.34
1990	16	684	700	0.26
1991	-27	810	783	0.30
1992	-65	844	779	0.29
1993	-14	636	622	0.21
1994	-49	608	559	0.26
1995	-113	885	772	0.28
1996	-110	722	612	0.21
1997	-251	805	554	0.18
1998	-367	940	573	0.18
1999	-645	783	138	0.05
2000	-870	982	112	0.04
2001	-497	3.352	2.855	1.33
2002	-175	1.133	958	0.37
2003	-499	1.751	1.252	0.37
2004	-780	2.785	2.005	0.48
2005	-1.064	10.031	8.967	1.79
2006	-924	19.989	19.065	3.48
2007	-2.106	22.030	19.924	3.48
1980-1989	-1	168	167	0.10
1990-1999	-163	772	609	0.22
2000-2007	-864	7757	6.892	1.42
1990-2007	-474	3876	3.402	0.75
1980-2007	-305	2552	2.247	0.52

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Türkiye'ye yönelik doğrudan yatırımların seyri incelendiğinde kısa vadeli olarak nitelendirilebilecek portföy yatırımları ve diğer yatırımlara göre çok düşük düzeyde kaldığını görmekteyiz. Bununla beraber 1980–2007 döneminde net doğrudan yatırım kalemi daima pozitif bakiye vermiştir.

1980-1989 ticari serbesti döneminde yerleşiklerin yurtdışında yaptığı doğrudan yatırım miktarı ortalama 1 Milyon dolar gibi düşük bir miktarda

gerçekleşmiştir. Finansal liberalizasyonun uygulandığı 1990-2007 döneminde ise ortalama 474 Milyon dolar olmuştur. Yerleşik olmayanların yurtiçinde yapmış olduğu doğrudan yatırımlar da 1980-1989 döneminde ortalama 168 Milyon dolar olurken, 1990-1999 döneminde ise ortalama 772 Milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Doğrudan yatırımlardaki asıl sıçrama 2000-2007 döneminde gerçekleşmiştir. Bu dönemde doğrudan yatırım miktarı ortalama 7.7 Milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu artış özellikle 2005'ten sonra gerçekleşmiştir. Doğrudan yatırımlar 2005 yılında 10, 2006'da 20 ve 2007'de ise 22 Milyar dolar olarak gerçekleşerek tarihinin en büyük rakamlarına ulaşmıştır.

Doğrudan yatırım girişlerindeki bu artışa bağlı olarak doğrudan yatırımların net bakiyesi de artmıştır. Nitekim doğrudan yatırımların GSYİH içindeki payı önceki yıllarda çok düşük kalırken 2006 ve 2007 yıllarında yüzde 3'ün üzerine çıkmıştır. Son yıllarda doğrudan yatırımlarda yaşanan artışın arkasında hükümetin yaptığı özelleştirmeler yer almaktadır. Finansal liberalizasyonun uygulanmakta olduğu bir ekonomide kamuya ait iktisadi teşekküllerin özelleştirilmesi özellikle yabancı yatırımcı açısından cezbedici bir unsur olmaktadır.

3.2.2.2.4. Net Hata Ve Noksan Kalemi

Net hata ve noksan kalemi de finansal liberalizasyonun dolaylı olarak etkilediği kanallardan biridir. Bu etkilenmenin daha çok sermaye giriş ve çıkışları üzerindeki kontrollerin ortadan kaldırılması sonucu kayıt dışı sermaye giriş ve çıkışlarının artması yoluyla gerçekleştiği ifade edilebilir.

Net hata noksan kalemi verilerin derlenmesiyle hesaplanan bir kalem değildir. Net hata noksan kalemi ödemeler bilançosu tanımından hareketle iteratif bir yöntemle oluşturulur. Bu bakımdan yurt dışından ülke içine girmiş olan yada ülkeden yurt dışına çıkmış olan, ancak kaynağı belirsiz sermaye hareketleri net hata noksan kaleminde belirtilir. Bu yüzden net hata noksan kalemi ödemeler bilançosunda denkleştirici karakter taşımaktadır.

Tablo 16: Net Hata ve Noksan Hesabındaki Gelişmeler			
Yıllar	Net Hata ve noksan (A)	Cari İşlemler Hesabı (B)	A/B
1980	1.434	-3.408	-42.08
1981	649	-1.936	-33.52
1982	-75	-952	7.88
1983	409	-1.923	-21.27
1984	469	-1.439	-32.59
1985	-837	-1.013	82.63
1986	-118	-1.465	8.05
1987	-506	-806	62.78
1988	515	1.596	32.27
1989	971	938	103.52
1990	-468	-2.625	17.83
1991	948	250	379.20
1992	-1.190	-974	122.18
1993	-2.156	-6.433	33.51
1994	1.911	2.631	72.63
1995	2.459	-2.339	-105.13
1996	1.499	-2.437	-61.51
1997	-987	-2.638	37.41
1998	-713	2.000	-35.65
1999	1.302	-925	-140.76
2000	-2.661	-9.920	26.82
2001	-2.127	3.760	-56.57
2002	-777	-626	124.12
2003	4.420	-7.515	-58.82
2004	1.043	-14.431	-7.23
2005	1.835	-22.137	-8.29
2006	-173	-31.893	0.54
2007	1.072	-37.575	-2.85
1980-1989	291	-1.041	17
1990-1999	261	-1.349	32
2000-2007	329	-15.042	2
1990-2007	291	-7.435	19
1980-2007	291	-5.151	18

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Tablo 16’da görüldüğü gibi ticari liberalizasyonun gerçekleştiği ve iç finansal liberalizasyon düzenlemelerinin hayata geçirildiği 1980-1989 döneminde net hata ve noksan kaleminde istikrarsız dalgalanmalar kendini göstermektedir. Finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçirildiği 1989 ve sonrasında ise ödemeler bilançosunun sermaye ve finans hesabının serbestleştirilmesine ve sermaye giriş çıkışları önündeki engellerin kaldırılmasına rağmen kayıt dışı sermaye hareketlerinin izlendiği net hata noksan kalemindeki dalgalanmaların boyut ve

sıklığı önemli ölçüde artmıştır. Net hata ve noksan kaleminin cari işlemler dengesi içindeki payı 1980-1989 döneminde ortalama yüzde 17 iken bu pay 1990-1999 döneminde ise yüzde 32 olmuştur.

Net hata ve noksan kaleminin incelenen dönemde cari açık içindeki payının bu denli yüksek olması cari açığın finansmanında kaynağı belirsiz sermaye girişlerinin payının arttığı anlamına gelmektedir. Öte yandan bu oran 2000-2007 yılları için yalnızca yüzde 2 olmuştur. Aslında 2000-2007 döneminde yaşanan düşüş dikkatle incelenmelidir. Nitekim, ülkemize 2003 yılında 4.4 Milyar dolar olmak üzere 2004, 2005 ve 2007 yıllarında 1 Milyar doların üzerinde kaynağı belli olmayan sermaye girişi olmuştur. Bu bakımdan finansal liberalizasyon dozu arttıkça kaynağı belli olmayan sermaye hareketlerinde artış meydana geldiği söylenebilir.

Net hata noksan kalemiyle ilgili göze çarpan bir diğer özellik ise kriz dönemlerinde büyük negatif bakiye vermesidir. Bunu sermaye hareketlerinin davranış tarzına uygun şekilde kriz dönemlerinde Türkiye'den yurt dışına büyük miktarlarda kayıt dışı sıcak para hareketi olduğu şeklinde yorumlayabiliriz. UNCTAD'ın 1999 yılında yayınladığı Ticaret ve Kalkınma Raporunun V. Bölümü'nde sermaye hareketleri gerek vadeleri, gerekse sektörel nitelikleri açısından ayrıntılı olarak tasnif edilmekte ve ödemeler bilançosunun net hata noksan kalemi kayıt dışı sıcak paranın bir göstergesi olarak algılanmaktadır (Yeldan, 2004:138). Ödemeler dengesi verileri, "normal" yıllarda açık veren cari işlem dengesinin, rezerv birikiminin ve yerleşiklerin dış dünyaya sermaye çıkarmalarının, yabancı kökenli sermaye girişleriyle karşılandığını göstermektedir. "Net hata-noksan" (NHN) kalemi, kural olarak "yerleşik kökenli kayıt-dışı sermaye hareketi" olarak yorumlanabilir ve sınır-ötesi işlemler oluşturmayan ("yastık altına" giren-çıkan) kimi döviz hareketlerini de kapsayabilir. 2001 krizini izleyen üç yıl boyunca NHN pozitif değerler göstermektedir ve önemli bir dış finansman ögesi olarak rol oynamaktadır. Sürdürülebilir karakteri şüpheli olan bu kayıt-dışı hareketlerin, ekonomiye önemli bir belirsizlik ve risk ögesi getirdiği açıktır (BSB, 2005:23).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE FİNANSAL LIBERALİZASYONUN ÖDEMELER BİLANÇOSUNA ETKİLERİNİN EKONOMETRİK ANALİZİ

Bu bölümde finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda yarattığı değişiklikler ekonometrik yöntemler kullanılarak incelenmiştir.

4.1. İlgili Literatür

Gerek uluslararası gerekse ulusal bazlı finansal liberalizasyonun etkilerine ilişkin ampirik çalışmalarda ekonominin farklı değişkenleri inceleme konusu olmuştur. Daha önce de belirtildiği gibi finansal liberalizasyonun ekonomik etkileri üzerinde literatürde bir görüş birliği yoktur. Bu nedenle finansal liberalizasyona ilişkin çalışmalar kendi içinde bir özgünlük bulundurmaktadır. Öte yandan finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosu üzerine etkilerinin araştırıldığı bir ampirik çalışmaya rastlanılmamıştır. Ampirik çalışmalar da genellikle cari işlemlerin sürdürülebilirliği, dış ticaret açığı, döviz kurundaki değerlenme vb. değişkenler dağınık bir şekilde kullanılmıştır. Bu bakımdan genelde finansal liberalizasyon özelde ise sermaye akımlarıyla ilgili konu açısından önem taşıyabilecek literatür taraması sonuçları aşağıda verilmiştir.

Weller (1999)’da yapmış olduğu çalışmasında finansal liberalizasyon uygulamasından sonra hem kur hem de bankacılık krizlerinden daha kolay etkilenen 27 yükselen ekonomiyi incelemiştir. 1973-1999 aralığını kapsayan çalışmada analize dahil edilen ülkelerin döviz krizi yaşama olasılığının, finansal değişkenlere verilen tepkinin reel ve dış ticaret değişkenlerine verilenden daha fazla olmasıyla yükselebileceği ifade edilmiştir (Weller, 1999:66).

Kumhof (1999)’da ödemeler dengesi krizlerinin araştırıldığı çalışmasında, hükümetlerin sermaye çıkışlarına karşı sterilizasyona gitmesinin para talebindeki olası düşüşü önlediğini, ancak bununla beraber bu politikanın bono talebini

arttırdığını ve bu yüzden merkez bankası borçlarında yükselmeye neden olduğunu ifade etmiştir (Kumhof, 1999:213)

Kaminsky ve Reinhart (1998)'de yapmış oldukları çalışmalarında 1970-1995 yılları arasında Latin Amerika ve Doğu Asya'yı karşılaştırmışlardır. 1990'ların başlarında sermayenin yükselen piyasalara hareket etmesinden sonra her iki bölgede yaşanan krizlerde Latin Amerikanın daha şiddetli krizler yaşadığını, ancak Doğu Asya'nın o dönemde daha çok doğrudan yabancı yatırım çektiğini bildirmişlerdir. Öte yandan 1990'ların sonuna doğru yaşanan finansal krizlerde ise yaşanan krizlerin şiddeti bakımından iki bölge arasındaki farkın giderek birbirine yakınsadığını ortaya koymuşlardır. 1990'larda yaşanan finansal liberalizasyon dalgasının bölgesel farklılıkları ortadan kaldırdığını belirtmişlerdir (Kaminsky ve Reinhart, 1998:448).

Finansal liberalizasyonun Türkiye deneyimiyle ilgili yerli ve yabancı literatür de oldukça zengindir. IMF çalışanlarından Agenor, Dermott ve Üçer (1997)'in Türkiye'nin finansal liberalizasyon deneyimiyle ilgili VAR yönteminin kullanıldığı 1987-1995 aralığını kapsayan çalışmalarında hükümet harcamaları ve sermaye girişlerinin Türkiye'de reel kurun değerlendirilmesine yol açtığını, aynı zamanda faiz oranlarının yükselmesinin de sermaye girişlerine ve kurun değerlendirilmesine yol açtığını belirtmişlerdir (Agenor, Dermott, Üçer, 1997:14)

Yeldan (1997)'de Türkiye'nin finansal liberalizasyon deneyiminin reel ekonomi üzerinde ki etkilerini finansal piyasalarda dahil edilmek suretiyle bir genel denge modeli kurarak incelemiştir. Kamu açıklarını monetizasyon yada bono çıkararak finanse etmenin reel çıktı, istihdam, faiz ve döviz kurlarının hareketi üzerinde önemli boyutlarda negatif etkilerinin olduğunu vurgulamıştır (Yeldan, 1997:81).

İnsel ve Sungur (2003)'te 1989-1999 dönemi için sermaye akımlarının Türkiye'nin makro ekonomik değişkenleri üzerine etkisini incelemiştir. Çalışmaya göre; Türkiye'de dış borç faiz ödemeleri ile portföy yatırımları arasında pozitif, kısa vadeli sermaye akımları ile reel ve nominal döviz kuru artış oranı

arasında negatif, kısa vadeli ve toplam sermaye akımlarıyla resmi rezervler arasında pozitif, portföy yatırımları ve toplam sermaye hareketleriyle cari işlemler açığı arasında pozitif ilişki vardır (İnsel ve Sungur, 2003:11).

Demir (2004)'te kısıtlanmamış genel belirleme yöntemini kullanarak 1975-2000 yılları arasında Türkiye'de yaşanan finansal liberalizasyon deneyimini incelediği çalışmasında 1980'lerin ekonomik liberalizasyonundan sonra ülkenin ekonomik sorunlarının ana belirleyicisinin sermaye hareketleri olduğunu belirtmiştir. Ayrıca Türkiye'de sermaye hareketleri ve dış borç arasında çift yönlü ve aynı zamanlı ilişki olduğunu bildirmiştir (Demir, 2004:859).

Alper ve Sağlam (2001)'de yapmış oldukları Türkiye'de ki 2000-2001 krizini inceleyen çalışmalarında finansal krizlerin etkilerini ve finansal krizlerin reel çıktı kanalları üzerindeki etki kanallarını VAR yöntemi kullanarak araştırmışlardır. Buna göre finansal krizlerin faiz oranı, varlık fiyatları ve kredi kanallarıyla ekonomiyi etkilediğini tespit etmişlerdir. Bununla beraber finansal kriz esnasında rezervlerin ve döviz kuru değişimlerinin merkez bankası tarafında başarılı bir şekilde istikrara kavuşturulduğunu belirtmişlerdir (Alper ve Sağlam, 2001:46).

Arıcan (2005)'te Kaminsky'nin Arjantin için kullandığı modeli Türkiye'ye uyarlayarak 1990-2004 dönemi için yaptığı VAR analizinde finansal liberalizasyondan sonra dolarizasyon olgusu ve spekülasyon atakların Türkiye ekonomisinde krizleri tetiklediği sonucuna varmıştır (Arıcan, 2005:245).

Utkulu ve Kahyaoğlu (2005)'te ise ticari ve finansal dışa açıklığın Türkiye'de büyümeye olan etkisini araştırmışlardır. Yaptıkları çalışmada ticari ve finansal dışa açıklığın büyüme ve kriz süreçlerine olan etkileri 1990-2004 dönemi için doğrusal olmaya zaman serisi (TAR ve STAR) ve Markov rejim değişimi modellemesi kullanılarak araştırılmıştır. Yapılan çalışmaya göre Türkiye'de finansal açıklık ekonominin sürekli olarak resesyonda kalmasına neden olurken ticari açıklık büyümeyi pozitif yönde etkilemiştir. Bununla beraber finansal açıklık ticari açıklığın

büyüme üzerindeki olumlu etkilerini azaltarak negatif refah etkisi yaratmıştır (Utkulu ve Kahyaoğlu, 2005:14).

Caner (2007) ise Türkiye'de finansal liberalizasyonun yoksulluğu nasıl etkilediğini incelemiştir. Koentegrasyon yöntemi kullanılan çalışmada finansal liberalizasyon sonrası dönemde Türkiye'de yaşanan sermaye hareketleri, açıklık ölçüsü vb. değişkenleri kullanarak yaptığı çalışmasında liberalizasyonun yoksulluk üzerinde pozitif bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır (Caner, 2007:15).

4.2. Türkiye İçin Finansal Liberalizasyon Endeksi (1975-2007)

Çalışmanın bu bölümünde daha sonra eşbütünleşme yaklaşımında da kullanılmak üzere bir finansal liberalizasyon endeksi oluşturulmuştur. Endeksin oluşturulmasında Laeven (2001) tarafından geliştirilen yöntem kullanılmıştır. Buna göre oluşturulan endeks faiz oranı, döviz kuru, ihtiyatlı düzenlemeler, giriş engelleri, kredi kontrolleri ve sermaye hareketleri olmak üzere 6 temel değişkene dayanmaktadır. Her bir değişken 0 ile 1 arasında değer almaktadır. Bu bakımdan endeksin alabileceği minimum değer sıfır, maksimum değer ise 6 olmaktadır. Tablo 17'de Türkiye için 1975-2007 yılları arasını kapsayan finansal liberalizasyon endeksi verilmiştir.

Tablo 17 : Finansal Liberalizasyon Endeksi* (1975-2007)

Yıllar	İç Finansal Liberalizasyon (FL) Göstergeleri					Dış FL Göstergesi	Toplam
	Faiz Oranları	Döviz Kuru	İhtiyatlı Düzenlemeler	Giriş Engelleri	Kredi Kontrolleri	Sermaye Hareketleri	
1975	0	0	0	0	0.5	0	0.5
1976	0	0	0	0	0.5	0	0.5
1977	0	0	0	0	0.5	0	0.5
1978	0	0	0	0	0.5	0	0.5
1979	0	0	0	0	0.5	0	0.5
1980	0.5	0.33	0	0	0.5	0	1.33
1981	0.5	0.33	0	0	0.5	0	1.33
1982	0.5	0.33	0.25	0	0.5	0	1.58
1983	0	0.33	0.25	0	1	0	1.58
1984	0	0.66	0.25	0	1	0	1.91
1985	0	0.66	0.375	0	1	1	3.035
1986	0	0.66	0.75	0	1	1	3.41
1987	0	0.66	1	0	1	1	3.66
1988	0.5	1	1	0	1	0	3.5
1989	1	1	1	0.5	1	0	4.5
1990	1	1	1	1	0.5	1	5.5
1991	1	1	1	1	0.5	1	5.5
1992	1	1	1	1	0.5	1	5.5
1993	1	1	1	1	0.5	1	5.5
1994	1	1	1	1	0.5	1	5.5
1995	1	1	1	1	0.5	1	5.5
1996	1	1	1	1	0.5	1	5.5
1997	1	1	1	1	0.5	1	5.5
1998	1	1	1	1	0.5	0	4.5
1999	1	1	1	1	0.5	1	5.5
2000	1	1	1	1	0.5	1	5.5
2001	1	1	1	1	0.5	1	5.5
2002	1	1	1	1	0.5	1	5.5
2003	1	1	1	1	0.5	1	5.5
2004	1	1	1	1	0.5	1	5.5
2005	1	1	1	1	0.5	1	5.5
2006	1	1	1	1	0.5	1	5.5
2007	1	1	1	1	0.5	1	5.5

* TCMB ve TÜİK verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır. Endeksin oluşturulmasıyla ilgili detaylar Ek'te verilmiştir.

Tablo 17'ye göre ticari serbesti döneminin başlangıcı olan 1980'den önce endeks 0.5 gibi küçük değerler alırken ticari serbestiyle beraber yükselmekte 32 Sayılı Karar yılı olan 1989'dan sonra alabileceği en yüksek değerine ulaşmaktadır. Bu bakımdan oluşturulan endeks beklentilere uygundur. İç finansal liberalizasyon döneminde yaşanan endekste ki yükselme dış finansal liberalizasyonla beraber en üst noktasına varmaktadır.

4.3.Ekonometrik Yöntem

Finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosu akım değişkenleri üzerinde yarattığı etkiyi ekonometrik olarak incelemek üzere kullanılacak yöntem izleyen bölümde verilmiştir.

4.3.1. Birim Kök Testleri

İktisatta teorilerin test edilebilmesi önemlidir. İktisadi ilişkilerin istatistik ve matematik yöntemlerle test edilmesi ise ekonometrik olarak analiz olarak adlandırılmaktadır. Ekonometrik analiz iktisadi teorinin gerçekte ilişkisini ortaya koyabileceği gibi aynı zamanda araştırmacıya eldeki verilerle ilgili kestirim, öngörü vb. bir takım olanaklar da sunmaktadır. Zaman serileri içeren regresyon modelleri günümüzde sıklıkla kestirim için kullanılmaktadır. Dolayısıyla elde edilen tahmin sonuçlarının doğruluğu, güvenilirliği ayrı bir önem kazanmaktadır. Zaman serileriyle elde edilen regresyon sonuçlarının gerçeği en iyi şekilde yansıtabilmesi çabası zaman serilerinde birim kök analizlerinin doğmasına yol açmıştır.

Zaman serilerinin en önemli yönlerinden biri, bu serilerin durağan yada durağan olmamalarıdır. Değişkenler arasında ekonometrik olarak anlamlı ilişkiler elde edilebilmesi için analizi yapılan serilerin durağan seriler olması gerekir. Genel olarak söylersek ortalamasıyla varyansı zaman içinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan olasılıklı bir süreç durağandır denir

(Gujarati, 2001:713). Durağan olmayan zaman serileri arasında yapılacak olan ekonometrik analizler sahte regresyon sorununu doğuracaktır. Bu durumda elde edilen iktisadi ilişkinin doğru söz konusu olmayacaktır. Bu yüzden serilerin durağanlığının tespiti ulaşılmaya çalışılan iktisadi ilişkinin gerçeği yansıtması bakımından büyük önem taşımaktadır.

İktisadi zaman serilerinin durağan olup olmadığının tespiti için birim kök testleri kullanılmaktadır. Geniş bir literatüre sahip olan birim kök analizleri özellikle modelleme aşamasına geçmeden atılması gereken bir ilk adımdır. Bununla beraber literatürde farklı birim kök testleri bulunmaktadır.

4.3.1.1. Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Testi

Makroekonomik zaman serileri zaman içinde değişen ortalama ve varyansa sahip olabileceklerinden birim kök içerebilirler. Bu durumda klasik en küçük kareler yöntemiyle elde edilen regresyon sonuçları sahte ilişkiler elde edilmesine yol açabilir. Birim kökün araştırılmasında literatürde en sık kullanılan test geleneksel genişletilmiş Dickey-Fuller testidir. y_t gibi bir zaman serisi için uygulanan ADF testi 1' nolu denklemdeki γ katsayısı için hesaplanan t istatistiğine dayanmaktadır.

$$\Delta y_t = \alpha + \beta_t + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=1}^n \Delta y_{t-i} + U_t$$

Ardışık bağımlı bir süreci gösteren denklemde U_t ' deki ardışık bağımlılığın ortadan kaldırılması için serinin gecikmeli farkları eklenmektedir. Ardışık bağımlılığı ortadan kaldıracak gecikme uzunluğu ise Akaike Bilgi Kriteri (AIC) , Schwarz Bilgi Kriteri (SC) vb. gibi model seçim kriterleriyle belirlenir. Uygun modelin belirlenip tahmin edilmesinin ardından yapılan ADF testi, $H_0: \gamma = 0$ hipotezinin test edilmesine dayanmaktadır. Hipotezin reddedilmemesi serinin birim kök içerdiğini göstermektedir. Bütünleşme düzeyinin belirlenmesi için serinin birinci farkı alındıktan sonra yeniden ADF testi uygulanır. Bu aşamada boş hipotezin reddedilmesi serinin birinci farkının durağan yani $I(1)$ olduğunu gösterir. Bu

durumda seri birim kök içereceğinden düzey değerleri durağan değildir. Seri ancak 1. farkı alındığında durağan hale gelmektedir.

4.3.1.2. Phillips Perron Birim Kök Testi

ADF testinin en önemli varsayımlarından biri hata teriminin istatistiksel olarak bağımsız ve sabit varyansa sahip olmasıdır. Phillips-Perron ise geliştirdikleri modellerinde ADF testini biraz daha genelleştirmişler ve hata terimiyle ilgili olan varsayımı yumuşatmışlardır. Phillips Perron testinin modelleri şunlardır:

- $Y_t = \alpha_0^* + \alpha_1^* Y_{t-1} + \mu_t$ ve
- $Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 (t-T/2) + \mu_t$

T : Gözlem sayısıdır.

μ_t : Hata terimlerinin dağılım terimi

Phillips Perron testi ADF'nin hata terimi varsayımları olan bağımsızlık ve homojenlik varsayımlarını kaldırarak hata dağılımlarının zayıf bağımlı ve heterojen bir yapıya sahip olabileceğini öne sürmüştür. Aslında Phillips Perron testi ADF testinin biraz değiştirilmiş şeklidir. Phillips Perron testinde sadece hata terimlerinin oluşum sürecinin yapısı daha az sınırlandırılmıştır. Öte yandan Phillips Perron testinde ADF testinde olduğu gibi otokorelasyonu gidermek için sistemi genişletmeye gerek yoktur. Phillips Perron testi test istatistiğini düzelterek otokorelasyon sorununu aşmaya çalışmaktadır. Phillips Perron testinde kullanılan test istatistikleri şöyle özetlenebilir:

- $Z(\alpha_1^*)$: $\alpha_1^* = 1$ hipotezi τ_μ
- $Z(\alpha_1)$: $\alpha_1 = 1$ hipotezi τ_1
- $Z(\alpha_2)$: $\alpha_2 = 0$ hipotezi τ
- $Z(\Phi_3)$: $\alpha_1 = 1$ ve $\alpha_2 = 0$ hipotezi Φ_3

test istatistikleri ile sınılanır. Buradaki değerler daha önce anlatıldığı gibi yine ADF tablo değerleriyle karşılaştırılıp, otoregresif sürecin birim kök taşıyıp taşımadığına karar verilir.

4.3.1.3. KPSS Birim Kök Testi

Dickey-Fuller testi ve Phillips-Perron testi gibi standart veya klasik birim kök testlerinde sıfır hipotezi birim kökün varlığını göstermektedir ve güçlü bir kanıt bulunmadıkça bu hipotez kabul edilmektedir. Birim kök testlerini ilk uygulayan Nelson ve Plosser (1982), bir çok makroekonomik zaman serisinin birim kök taşıdığını yani durağan olmadığını gösteren sıfır hipotezini reddetmekte başarısız olduğunu ilk kez ileri sürmüşlerdir. Standart veya geleneksel birim kök testlerinin zayıf yönlerini vurgulayan çalışmaların ön plana çıkmasının nedeni, bu testlerin “ölçü bozulmaları” ve “düşük güce” sahip olmalarıdır (size distortions and low power). Bu nedenle, birim kökün varlığını gösteren alternatif hipotez karşısında durağanlığın sıfır hipotezinde test edilmesi gündeme gelmiştir. Standart hipotez testinde, ancak uç değerler elde edildiği zaman sıfır hipotezi reddedildiği için “ispatın ana fikrini tersine çevirmek” temel argüman olmuştur. Ancak yeni yöntemlerin de standart birim kök testleri gibi, “ölçü bozulmaları” ve “düşük güce”e sahip olmaları nedeniyle, öncekilere alternatif olmaktan çok birlikte kullanılması ileri sürülmüştür.

Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (1992), gözlem sayısının yeterince büyük olmadığı durumlarda, H_0 hipotezinin reddedilmesinin zor olduğunu vurgulamakta ve alternatif bir durağanlık testi önermektedirler. KPSS testinde, H_0 ile H_1 hipotezleri yer değiştirmekte, böylece koentegrasyonun varlığı, H_1 hipotezinin reddedilmesine bağlı olmaktadır.

KPSS Testi, bir zaman serisinin üç bileşene ayrıldığını varsaymaktadır. Bunlar (Kwiatkowski vd.,1992;161) ;

- Deterministik Trend (ζ_t , Deterministic Time Trend),
- Rassal Yürüyüş (r_t , Random Walk),
- Durağan Hata Terimi (ε_t , Stationary Error), yani;

$$y_t = \zeta_t + r_t + \varepsilon_t$$

r_t rassal yürüyüş olduğu için $r_t = r_{t-1} + u_t$ 'dir. ε_t ve u_t 'nin beyaz gürültülü (ortalaması sıfır, varyansı sabit ve birbirinden bağımsız normal dağılmış) olduğu

varsayılmıştır ve y_t 'nin deterministik-trend etrafında durağanlığı sıfır hipotezinde test edilmektedir. Başka bir deyişle, TSP'nin (trend-stationary process-trend durağan süreç) sıfır hipotezi, rassal yürüyüşün varyansının sıfır olduğu hipotezine karşılık gelmektedir. KPSS testinin sıfır ve alternatif hipotezleri;

$$H_0: \sigma_u^2 = 0$$

$$H_1: \sigma_u^2 > 0 \text{ 'dır.}$$

Hesaplanan test istatistiğinin değeri, Kwiatkowski vd.(1992) tarafından hesaplanan kritik değeri aşarsa, durağanlığı gösteren sıfır hipotezi reddedilir. Test istatistiğinin değeri ise, gecikme sayısının (ℓ : lag truncation parameter) seçimine bağlıdır ve Kwiatkowski vd. (1992) ℓ 'nin en fazla 8 olması gerektiğini tavsiye etmektedirler(Kwiatkowski vd.,1992:165). Çünkü, ℓ 'nin değeri arttıkça, KPSS testinin gücü azalmaktadır

4.3.2. Eşbütünleşme Yöntemi : Sınır Testi (Bounds Test) Yaklaşımı

Eşbütünleşme kavramı ile ilgili çalışmalar Engle ve Granger'in (1987) makalesi ile başlamıştır. Bu makale, durağan olmayan değişkenler ile ekonomik analizlerin yapılmasında önemli katkılara sahiptir. Bu makaleden sonra durağan olmayan ekonomik değişkenlerin, doğrusal bileşimlerinin durağan olup olmadığı test edilebilir ve uzun dönemli denge ilişkileri araştırılabilir hale gelmiştir. Engle-Granger'in yaklaşımına ek olarak Johansen (1988) ve Johansen ve Juselius (1990)'un geliştirdiği eşbütünleşme yaklaşımlarının ortak özelliği ele alınan tüm serilerin aynı düzeyde durağan olması gerektiğidir. Bu yaklaşımlara göre ancak aynı düzeyde durağan olan değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki araştırılabilir. Ancak her zaman bu koşul sağlanamayabilir. Bu durumda geleneksel olarak kullanılan eşbütünleşme yaklaşımları kullanılamaz hale gelecektir. Eğer buna (eş durağanlık kısıtı) dikkat edilmezse elde edilen regresyon bulguları sahte olacaktır. Öte yandan eş durağanlık şartına sahip olmayan zaman serilerindeki eşbütünleşme ilişkisinin araştırılmasında literatürde sık sık başvurulan sınır testi yaklaşımı kullanılabilir. Peseran, Shin ve Smith'in 2001 yılında yayınladıkları "Bounds Testing Approaches to the Analyses of Level Relationships" makalelerinde geliştirdikleri yaklaşım eş durağanlık kısıtını aşmaktadır (Peseran, Shin, Smith,

2001:289-326). Sınır testi yaklaşımında serilerin hangi düzeyde durağan olduklarına bakılmaksızın aralarında bir eşbütünleşme ilişkisinin var olup olmadığı araştırılabilmektedir. Sınır testinin bir diğer avantajı da küçük örneklemelerde de güvenilir sonuçlar vermesidir (Kasman, Turgutlu, Konyalı, 2005:91). Sınır testi 3 aşamada uygulanabilir:

- Eşbütünleşmenin olup olmadığına karar verebilmek için uygun gecikmeli kısıtlanmamış hata düzeltme (UECM) modeli
- Eşbütünleşik ilişkinin olduğu modellerdeki uzun dönem ilişkinin belirlenmesi için uygun ARDL (autoregressive distributed lag) modeli
- Kısa dönem ilişki ve Hata Düzeltme Mekanizmasının (ECM) kontrolü için uygun ARDL modeli

Burada eşbütünleşme ilişkisinin varlığı katsayıların topluca anlamlılığının test edildiği $H_0: \beta_1 = \dots = \beta_n = 0$ hipotezine dayanır. Bu hipotez testinden elde edilen F istatistiği Peseran vd.'nin çalışmasında verilen kritik değerlerle karşılaştırılır. Belirlenen anlam düzeyinde F istatistiği eğer alt ve üst sınırlardan oluşan kritik sınır değerlerinin dışına düşerse o zaman bağımsız değişkenlerin bütünleşme derecesine bakmadan eşbütünleşmenin olup olmadığına karar verilebilir. F istatistiği eğer kritik üst sınır değerinden daha büyükse, o zaman eşbütünleşme ilişkisi bulunmadığını ifade eden sıfır hipotezi reddedilmektedir. Buna karşılık eğer F istatistiği kritik alt sınır değerinden daha küçükse, bu durumda uzun dönem ilişkisi bulunmadığını ifade eden sıfır hipotezi kabul edilmektedir. F istatistiğinin kritik sınırların arasına düşmesi durumunda ise kesin bir yorum yapılamamaktadır. UECM modelleri gecikmeli modellerdir. Gecikme sayısının belirlenmesi için Akaike, Schwarz ve Hannan-Quinn gibi kritik değerlerden yararlanılır ve en küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu modelin gecikme uzunluğu olarak belirlenir.

4.4. Ampirik Uygulama ve Sonuçların Değerlendirilmesi

Bu bölümde ödemeler bilançosundan seçilen uygun değişkenlere Korelasyon ve Granger analizi ile eşbütünleşme yöntemi uygulanmıştır. Öte yandan iktisadi zaman serileri arasındaki ilişkiyi araştırmak için uygulanan klasik eşbütünleşme

yöntemleri serilerin durağanlık dereceleri aynı olmadıkları zaman kullanılamamaktadır. Bu durumda iktisadi zaman serileri arasındaki ilişkinin niteliği bilinmemektedir. Bununla beraber sınır testi yaklaşımı zaman serileri aynı seviyede durağan olmasa dahi modellemeye modelde kullanılan seriler arasındaki ilişkiyi belirlemeye olanak sağlamaktadır. Bu bakımdan sınır testiyle oluşturulan modeller daha serbestçe belirlenebilmektedir. Bu yüzden izleyen bölümdeki modeller sınır testi yaklaşımıyla test edilmiştir.

4.4.1. Veri Seti ve Değişkenler

Burada finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda yarattığı etkiyi test edebilmek için öncelikle korelasyon ve Granger Nedensellik analizi uygulanmış, ardından değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin belirlenmesi amacıyla modeller oluşturulmuştur. Korelasyon ve Granger Nedensellik analizi ile eşbütünleşme yaklaşımı çerçevesinde oluşturulan modellerde aşağıdaki değişkenler kullanılmıştır:

CİD : Cari İşlemler Dengesi

PORT: Net Portföy Yatırımları

DİG: Net Diğer Yatırımlar

REZ: Rezerv Varlıklar

DTA: Dış Ticaret Açığı (İhracat-İthalat)

RER: Reel Döviz Kuru Endeksi

DOG: Net Doğrudan Yatırımlar

NHN: Net Hata ve Noksan

FG: Net Finansal Gelir Dengesi

FL: Finansal Liberalizasyon Endeksi

Burada ele alınan tüm veriler yıllık olup 1975-2007 aralığını kapsamaktadır. İlgili veriler Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'den alınmıştır. Dış ticaret açığı serisi 1975-2007 yılları arasındaki ihracat ve ithalat farkını göstermektedir. Ödemeler bilançosu sistematığı

gereği cari işlemler dengesi genelde ve dış ticaret açığı serisi de incelenen dönemin tamamında negatif gözlemlerden oluşmaktadır. Analizde bu seriler olduğu gibi alınmıştır. Ödemeler bilançosu sistematığına göre rezerv varlıklardaki artışlar negatif, azalışlar ise pozitif kaydedilmektedir. Bu yüzden ödemeler bilançosu tablosundaki resmi rezerv rakamları (-1) ile çarpılarak REZ serisi elde edilmiştir. Ayrıca net finansal gelir dengesi serisi de cari işlemler dengesi hesabının alt kalemi olduğu için ödemeler bilançosunda negatif kaydedilmektedir. Analiz sonuçlarının daha doğru yorumlanabilmesi amacıyla bu seri de (-1) ile çarpılarak FG serisi elde edilmiştir. Diğer seriler olduğu gibi alınmıştır. Bütün seriler Milyon dolar cinsindedir. Çalışmada kullanılan istatistiki ve ekonometrik analizlerde Microfit 4.0 ve E-Views 5.0 paket programlarından faydalanılmıştır.

4.4.2. Korelasyon ve Granger Nedensellik Analizi

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle korelasyon ve ardından Granger Nedensellik analizleri kullanılarak değişkenler arasındaki ilişki incelenecektir. Korelasyon analizi daha çok incelenen değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkiyi ve ilişkinin yönünü vermektedir. Öte yandan korelasyon analizi çalışmada kullanılan değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini yansıtmaz. Bu bağlamda korelasyon analizinin ardından değişkenlere Granger Nedensellik analizi uygulanmıştır. Değişkenlere uygulanan korelasyon analizinin sonuçları Tablo 18’de görülmektedir.

Tablo 18: Korelasyon Analizi Sonuçları										
	CID	PORT	DIG	FG	REZERV	DTA	RER	DOG	NHN	FL
CID	1.00	-0.59	-0.91	0.67	-0.71	0.94	0.62	-0.92	-0.15	-0.29
PORT	-0.59	1.00	0.55	-0.45	0.76	-0.55	-0.47	0.41	0.29	0.30
DIG	-0.91	0.55	1.00	-0.55	0.82	-0.90	-0.60	0.77	0.16	0.27
FG	0.67	-0.45	-0.55	1.00	-0.53	0.80	0.77	-0.69	-0.24	-0.80
REZERV	-0.71	0.76	0.82	-0.53	1.00	-0.73	-0.59	0.62	0.48	0.36
DTA	0.94	-0.55	-0.90	0.80	-0.73	1.00	0.78	-0.87	-0.13	-0.53
RER	0.62	-0.47	-0.60	0.77	-0.59	0.78	1.00	-0.57	-0.24	-0.70
DOG	-0.92	0.41	0.77	-0.69	0.62	-0.87	-0.57	1.00	0.11	0.32
NHN	-0.15	0.29	0.16	-0.24	0.48	-0.13	-0.24	0.11	1.00	0.11
FL	-0.29	0.30	0.27	-0.80	0.36	-0.53	-0.70	0.32	0.11	1.00

Not: Koyu renkli değerler değişkenler arasındaki yüksek korelasyonu göstermektedir.

Tablo 18'e göre, cari işlemler dengesi ile diğer yatırımlar, resmi rezervler ve doğrudan yatırımlar arasında güçlü ve negatif, cari işlemler dengesi ile dış ticaret açığı arasında güçlü ve pozitif, portföy yatırımları ile resmi rezervler arasında güçlü ve pozitif; diğer yatırımlarla resmi rezervler ve doğrudan yatırımlar arasında güçlü ve pozitif, diğer yatırımlar ile dış ticaret açığı arasında güçlü ve negatif; finansal gelir ile dış ticaret açığı ve reel döviz kuru arasında güçlü ve pozitif, finansal gelir ile finansal liberalizasyon arasında güçlü ve negatif; rezervler ile dış ticaret açığı arasında güçlü ve negatif; dış ticaret açığı ile reel döviz kuru arasında güçlü ve pozitif, dış ticaret açığı ile doğrudan yatırımlar arasında güçlü ve negatif ve reel döviz kuru ile finansal liberalizasyon arasında güçlü ve pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Bu bakımdan Tablo 18'deki katsayılar ve işaretleri teorik beklentilere uygun çıkmıştır. Bununla beraber korelasyon katsayıları değişkenler arasındaki her türlü ilişkiyi içermektedir, dolayısıyla değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini göstermemektedir. Bu bağlamda zaman serileri arasındaki nedensellik ilişkisinin belirlenmesi için eşbütünleşme analizinde kullanılan modeller çerçevesinde değişkenlere Granger Nedensellik Analizi uygulanmıştır.

Granger analizi değişkenlerin birbirleriyle olan nedensellik ilişkisini yansıtmaktadır. Uygulamalı çalışmalarda Granger nedenselliği epey ilgi çekmiştir. Ancak Granger yöntemi kullanılırken aşırı ilgi gösterilmelidir, çünkü yöntem modelde kullanılan gecikme uzunluğuna karşı çok duyarlıdır (Gujarati, 2001:624). Dolayısıyla eşbütünleşme analizi çerçevesinde oluşturulan modellerde kullanılan değişkenlere Granger nedensellik analizi yapılırken optimum gecikme sayılarının belirlenmesi için AIC kriterinden yararlanılmıştır. Granger Nedensellik testinin sonuçları Tablo 19'da verilmiştir.

Tablo 19: Granger Nedensellik Testi Sonuçları*						
	PORT	CİD	FL	Rezerv	DTA	NHN
CİD	4.54 (3)		2.91 (3)	7.88 (2)		
DİG		3.64 (2)				
Dog					3.81 (4)	
DTA						10.31 (2)

* Tüm değerler % 5 anlam seviyesinde satırlardan sütunlara nedenselliği göstermektedir.

Tablo 19'dan görüldüğü gibi portföy yatırımları cari işlemler dengesine, cari işlemler dengesi diğer yatırımlara, finansal liberalizasyon cari işlemler dengesine, resmi rezervler cari işlemler dengesine, dış ticaret açığı doğrudan yatırımlara ve net hata ve noksan kalemi dış ticaret açığına neden olmaktadır.

4.4.3. Birim Kök Test Sonuçları

Çalışmanın bu bölümünde ekonometrik analizde kullanılan uygulanan birim kök testlerinin sonuçları yer almaktadır. Tablo 20, kullanılan serilere uygulanan ADF Test sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 20 : ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Seviye		Fark	
	Sabit	Sabit + Trend	Sabit	Sabit+Trend
CİD	0.946	0.042	-5.674	-6.490
PORT	-3.309	-3.590		
DİG	1.100(6)	-0.360	-6.190 (5)	-6.963 (5)
REZ	-1.463 (7)	-5.127 (5)	-4.042 (8)	-5.453 (8)
DTA	1.517 (1)	-1.296 (4)	-6.909	-7.563
RER	-1.204	-2.155	-5.346	-5.267
DOG	1.643 (7)	0.196 (7)	4.562 (4)	0.421 (6)
NHN	-5.126 (5)	-4.989 (5)		
FG	1.556 (1)	- 1.105	- 7.01	-7.415
FL	- 1.499	- 0.834	- 5.502	- 5.787
	Sabitli MacKinnon		Sabit + Trendli MacKinnon	
% 5	-2.957		-3.557	
% 10	-2.617		-3.212	

Serilere uygulanan ADF Birim Kök Test sonuçları tabloda görülmektedir. Parantez içindeki rakamlar Schwarz Bilgi Kriterine göre uygun gecikme sayılarını vermektedir. Tabloda kullanılan kritik değerler MacKinnon (1996) değerleridir. Buna göre PORT ve NHN değişkenleri düzey değerlerinde durağanken diğer değişkenler fark değerlerinde durağan hale gelmektedir.

Tablo 21: Phillips Perron Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Seviye		Fark	
	Sabit	Sabit + Trend	Sabit	Sabit+Trend
CİD	1.656 (3)	0.642 (3)	-5.690 (2)	-6.481
PORT	-3.368 (3)	-3.532 (3)		
DİĞ	-1.837 (4)	-2.734	-9.002	-9.905
REZ	-2.828	-3.489	-7.632	-7.466
DTA	0.954	-1.187	-6.779	-7.471
RER	-1.350	-2.412	-5.346	-5.266
DOG	2.395	1.202	-3.242	-3.632
NHN	-5.289	-7.105		
FG	1.38 (1)	0.934 (2)	- 6.917	- 7.386
FL	- 1.53 (3)	- 0.774 (2)	- 5.502 (1)	- 5.812 (6)
	Sabitli MacKinnon		Sabit + Trendli MacKinnon	
% 5	-2.957		-3.557	
% 10	-2.617		-3.212	

Tablo 21’de serilere uygulanan PP Birim Kök Test sonuçları görülmektedir. Parantez içindeki rakamlar Newey West Bilgi Kriterine göre uygun gecikme sayılarını vermektedir. Tabloda kullanılan kritik değerler MacKinnon (1996) değerleridir. Buna göre ADF testinin sonuçlarıyla paralel şekilde PORT ve NHN değişkenleri düzey değerlerinde durağanken diğer değişkenler fark değerlerinde durağan hale gelmektedir.

Tablo 22’de serilere uygulanan KPSS Birim Kök Test’i sonuçları yer almaktadır. Diğer test sonuçlarıyla paralellik gösteren bu testte de Kwiatkowski, Phillips, Shin ve Schmidt (1992) kritik değerleri kullanılmıştır. Bu testin sonuçlarına göre PORT değişkeni düzey değerinde durağan, diğer değişkenler birinci farklarında durağan olmaktadır.

Tablo 22 : KPSS Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Seviye		Fark	
	Sabit	Sabit + Trend	Sabit	Sabit+Trend
CİD	0.398	0.157	0.412	0.141
PORT	0.311	0.091		
DİG	0.426	0.140	0.252	0.091
REZ	0.608	0.059	0.067	0.060
DTA	0.618	0.146	0.307	0.096
RER	0.391	0.083	0.078	0.054
DOG	0.464	0.154	0.436	0.18
NHN	0.322	0.039		
FG	0.746	0.146	0.314	0.102
FL	0.570	0.178	0.290	0.104
	Sabitli KPSS		Sabit + Trendli KPSS	
% 5	0.463		0.146	
% 10	0.347		0.119	

Değişkenlere uygulanan birim kök testleri topluca incelendiğinde sonuçların birbirine paralel çıktığı görülmektedir. Buna göre PORT ve NHN değişkenleri her üç birim kök testi içinde düzey değerlerinde durağan çıkmıştır. Öte yandan diğer değişkenler de uygulanan üç birim kök testi için fark değerlerinde durağan hale gelmişlerdir.

4.4.4. Sınır Testi Uygulaması

Çalışmada finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosuna olan etkisinin eşbütünleşme ilişkisi çerçevesinde belirlenebilmesi için aşağıdaki üç model oluşturulmuştur:

$$\text{Model I : } \dot{CİD} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{PORT} + \alpha_2 \text{DİG} + \alpha_3 \text{FL} + U_t$$

$$\text{Model II: } \dot{CİD} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{FG} + \gamma_2 \text{REZ} + \gamma_3 \text{FL} + V_t$$

$$\text{Model III: } \text{DTA} = \beta_0 + \beta_1 \text{RER} + \beta_2 \text{DOG} + \beta_3 \text{NHN} + E_t$$

Finansal liberalizasyonun öznesi her türden sermaye hareketleridir. Sermaye giriş ve çıkışları bizzat ödemeler bilançosunun ilgili kalemlerinde doğrudan değişikliğe yol açarken aynı zamanda ödemeler bilançosundaki dış ticaret ve cari işlem açıklarını etkilemesi yönüyle de dolaylı yoldan değişikliklere yol açmaktadır.

Bu bağlamda oluşturulan Model I ödemeler bilançosunda daha çok portföy yatırımları ve diğer yatırımlarda değişikliğe yol açan sermaye hareketlerini temsil etmektedir. Bilindiği gibi portföy yatırımları ve diğer yatırımlar şeklinde gerçekleşen sermaye hareketleri daha çok kısa vadeli özelliğe sahiptir. Öte yandan aynı zamanda finansal liberalizasyon sonrası gerek hükümetin gerekse özel sektör ve bankaların borçlanması portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kanalından olmaktadır. Cari işlemler dengesi ise ülkenin kullandığı dış tasarrufu temsil etmektedir. Yani cari işlemler dengesi açık veren bir ülke dışardan kaynak kullanıyor demektir. Bu bakımdan Model I finansal liberalizasyondan sonra yaşanan sermaye hareketleri ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi vermesi bakımında anlamlı olacaktır. Model II ise finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda yarattığı doğrudan etkileri kapsayan fakat Model I'e göre finansal liberalizasyondan nispeten daha düşük etkilenen kalemleri içermektedir. Bu bağlamda oluşturulan Model II'de cari işlemler dengesi bağımlı değişken olmak üzere finansal gelir dengesi, rezerv varlıklar ve finansal liberalizasyon endeksi bağımsız değişken olarak alınmıştır.

Model III'de finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda dolaylı kanallardan yarattığı etkiyi göstermektedir. Finansal liberalizasyonun öznesi olan sermaye akımları spekülasyon karakter kazandıkça kurlar üzerinde baskı oluşturmakta, buda dış ticareti açığını artırmaktadır. Öte yandan spekülasyon karakterli sermaye hareketlerinin kriz yaratma potansiyeline karşı ülkeler yüksek rezerv biriktirmek zorunda kalmaktadırlar. Doğrudan yatırım şeklinde gerçekleşen sermaye hareketleri ise, daha önceki bölümlerde de değinildiği gibi, spekülasyon karakterli olmadığı, borç yaratmadığı ve uzun vadeli olduğu için ülkeler tarafından arzulanan yatırımlar olmaktadır. Bu bakımdan oluşturulan Model III finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda yaratacağı dolaylı etkileri yansıtması açısından anlamlı olacaktır. Model I, Model II ve Model III'de kullanılan zaman serilerinin farklı durağanlık derecelerine sahip olması nedeniyle bu modellere Sınır Testi yaklaşımı uygulanmıştır.

Sınır Testi (Bounds Test) yaklaşımıyla eşbütünleşme ilişkisinin varlığını araştırmak için öncelikle uygun gecikmeli UECM (Unrestricted Error Correction

Mechanism) modelleri oluşturulmalıdır. Burada uygun gecikmelerin belirlenmesi için Akaike bilgi kriteri (AIC) kullanılmıştır. Uygun gecikmeli model oluşturulduktan sonra modelin F istatistiği Pesaran, Shin ve Smith (2001)'deki tablo değerleriyle karşılaştırılarak eşbütünleşmenin olup olmadığına karar verilir. Burada veriler yıllık olduğu ve mevsimsellik sorunu bulunmadığı için maksimum 2 gecikmeli UECM (Unrestricted Error Correction Mechanism) modeli oluşturularak AIC'ye göre en uygun gecikme sayısı tespit edilmiştir. Öte yandan oluşturulan UECM modelinin doğru sonuç verebilmesi için otokorelasyonun olup olmadığı da araştırılmıştır.

Tablo 23'ten görüldüğü gibi Model I için belirlenen optimum gecikme sayısı 2'dir. Ayrıca belirlenen modelde otokorelasyon problemi de bulunmamaktadır. UECM modellerinde eşbütünleşme ilişkisinin varlığının test edilmesi için bağımlı ve bağımsız değişkenlerin birinci dönem gecikmelerine F testi yapılır. Bu test için temel hipotez $H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = 0$ şeklinde kurulur ve hesaplanan F istatistiği Pesaran vd. (2001)'deki tablo alt ve üst kritik değerleri ile karşılaştırılır.

Tablo 23: Model I İçin Optimum Gecikme Sayısı

	Optimum Gecikme Sayısı	AIC	$X^2_{BG(1)}$
Model I	1	18.627	--
Model I	2	18.414	0.03*

X^2_{BG} Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık sınaması istatistiğidir, parantez içindeki değerler ardışık bağımlılık dereceleridir.

* %5 düzeyinde ardışık bağımlılığın olmadığını göstermektedir

Tablo 24'ten görüldüğü gibi Model I için hesaplanan F İstatistiği Pesaran vd. (2001)'deki kritik değer üst sınırından büyüktür. Bu Model I'de kurulan değişkenler arasında eşbütünleşik ilişkinin var olduğunun göstergesidir. Eşbütünleşik ilişkinin varlığına karar verdikten sonra değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönem ilişki belirlenebilir. Uzun dönem ilişkinin belirlenmesi için uygun gecikmeli ARDL (Auto Regressive Distributed Lag) modeli yine AIC kriterine göre oluşturulmuştur. Oluşturulan uygun gecikmeli ARDL modeli ve uzun dönem katsayıları Tablo 25'de görülmektedir.

Tablo 24: Sınır Testi F İstatistiği ve Kritik Değerler

	k	F İstatistiği	Alt Sınır $I(0)$ *	Üst Sınır $I(1)$ *
Model I	3	10.53	3.23	4.35

k=bağımsız değişken sayısı * % 5 anlamlılık düzeyi

Tablo 25’de uzun dönem ARDL (1,0,0,0) model sonuçları ve ayrıca uzun dönem katsayıları görülmektedir. Tablo 23’e göre hesaplanan uzun dönem katsayılarının işaretleri beklentilere uygun ve FL değişkeni dışında istatistikleri de anlamlıdır. Buna göre PORT değişkeninin katsayısı negatif çıkmıştır. Bu portföy yatırımları şeklinde gerçekleşen sermaye hareketlerinin cari işlemler dengesi üzerinde negatif yani cari açığı artırıcı etkisi olduğu anlamına gelmektedir. Portföy yatırımlarındaki bir birimlik artış cari işlemler dengesini 1.02 birim bozmaktadır. Bununla beraber DİG değişkeninin katsayısı da negatif çıkmıştır. Yani benzer şekilde diğer yatırımlar şeklinde gerçekleşen sermaye hareketleri de cari işlemler dengesini bozucu etki yapmaktadır. Diğer yatırımlardaki bir birimlik artış cari denge üzerinde 1.5 birim bozulmaya yol açmaktadır. Modeldeki değişkenler arasında kısa dönemli hata düzeltme mekanizmasının çalışıp çalışmadığı da yine uygun ARDL kalıbı ile araştırılmıştır.

Tablo 25: Model I'in ARDL (1,0,0,0) Sonuçları Ve Uzun Dönem Katsayılar			
Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	T Değeri (Prob)
CID(-1)	0.5862	0.083817	6.9938[.000]
PORT	-0.42263	0.1531	-2.7605[.010]
DIG	-0.64676	0.091693	-7.0535[.000]
FL	-36.0632	244.5434	-.14747[.884]
C	-22.8958	1042	-.021973[.983]
$R^2=0.94441$	F İstatistiği=110.4256[.000]	DW=2.1513	
ARDL İle Hesaplanan Uzun Dönem Denklemi			
Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	T Değeri (Prob)
PORT	-1.0213	0.44047	-2.3187[.029]
DIG	-1.563	0.24301	-6.4317[.000]
FL	-87.1512	590.2312	-.14766[.884]
C	-55.3306	2517.2	-.021981[.983]

Tablo 26:Kısa Dönem ARDL Modeli Hata Düzeltme Mekanizması Sonuçları			
Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	T Değeri (Prob)
DPORT	-0.42263	0.1531	-2.7605[.010]
dDIG	-0.64676	0.091693	-7.0535[.000]
dFL	-36.0632	244.5434	-.14747[.884]
dC	-22.8958	1042	-.021973[.983]
ECM(-1)	-0.4138	0.083817	-4.9370[.000]

Buradaki *ECM (-1)* değişkeni Tablo 25’de verilen uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata terimleri serisinin bir dönem gecikmeli değeridir. Bu değişkenin katsayısı kısa dönemdeki dengesizliğin ne kadarının uzun dönemde düzeltileceğini gösterir. Bu katsayının işaretinin negatif ve sıfır ile bir arasında olması beklenir. Kısa Dönem ARDL modelindeki uygun gecikme sayılarının belirlenmesinde de Uzun Dönem ARDL Modeli’nde izlenen yöntemin aynısı AIC kullanılarak izlenmiştir. Maksimum gecikme uzunluğunun 2 alındığı bu modelde en küçük AIC’ye (1,0,0,0) modelinde ulaşılmıştır. Kısa dönem dinamiklerin belirlendiği bu modele ait katsayılar Tablo 26’da verilmiştir. Tablo 26’ya göre kısa dönem katsayılar genelde anlamlıdır ve hata düzeltme mekanizmasının katsayısı da anlamlı bulunmuştur. Bu değişkenin katsayısı kısa dönemdeki dengesizliğin ne kadarının uzun dönemde düzeltileceğini gösterir. Buna göre kısa dönem dengesinden sapmalar 2.4 dönemde (veriler yıllık olduğuna göre yaklaşık 2.5 yılda) düzelecektir.

Finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda yarattığı doğrudan etkiler Model II içinde araştırılmıştır. Bunun için öncelikle uygun gecikmeli UECM modeli oluşturularak eşbütünleşmenin varlığı araştırılmıştır. Oluşturulan modelde otokorelasyon probleminin varlığına dikkat edilmiştir. UECM modeli oluşturulurken veriler yıllık olduğu için maksimum 2 gecikmeli model kullanılarak AIC kriterine dayalı optimum gecikmeli UECM modeline dair sonuçlar Tablo 27’de gösterilmiştir.

Tablo 27’den görüldüğü gibi Model II için optimum gecikme sayısı 2’dir. Öte yandan bu gecikme sayısında otokorelasyon problemi de bulunmamaktadır. Uygun gecikmeli UECM modelinin belirlenmesinden sonra yapılması gereken işlem modelde eşbütünleşmenin olup olmadığının incelenmesi için F İstatistiğinin Peseran vd. (2001)’de yayınladıkları kritik değerle karşılaştırılmasıdır. Burada F istatistiği

için temel hipotez $H_0: \gamma_1 = \gamma_2 = \gamma_3 = 0$ şeklindedir. Bu hipotez katsayıların topluca anlamlılığını test etmektedir.

Tablo 27: Model II için Optimum Gecikme Sayısı

	Optimum Gecikme Sayısı	AIC	$X^2_{BG(1)}$
Model II	1	19.282	--
Model II	2	19.201	0.05*

X^2_{BG} Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık sınaması istatistiğidir, parantez içindeki değerler ardışık bağımlılık derecesidir.

* %5 düzeyinde ardışık bağımlılığın olmadığını göstermektedir.

Tablo 28'e göre UECM modelinin katsayılarının topluca anlamlılığının test edildiği H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bunun anlamı Model II'de eşbütünleşmenin olduğudur. Model II'de eşbütünleşme ilişkisine karar verdikten sonra uygun gecikmeli ARDL modeli oluşturularak uzun dönem katsayılar tahmin edilir. Bu çerçevede uzun dönem ilişkinin belirlenmesi için gerekli ARDL modeli ve uzun dönem katsayıları AIC kriterine dayanarak Tablo 29'da gösterilmiştir.

Tablo 28: Sınır Testi F İstatistiği ve Kritik Değerler

	k	F İstatistiği	Alt Sınır $I(0)$ *	Üst Sınır $I(1)$ *
Model II	3	4.28	2.72	3.77

k=bağımsız değişken sayısı * % 10 anlamlılık düzeyi

Tablo 29'da uzun dönem ARDL (2,1,1,2) model sonuçları ve ayrıca uzun dönem katsayıları görülmektedir. Tablo 29'a göre hesaplanan uzun dönem katsayılarının işaretleri beklentilere uygun ve istatistikleri de anlamlıdır. Buna göre net finansal gelir dengesini yansıtan FG değişkenindeki bir birimlik artış cari işlemler dengesinde 6 birim bozulmaya yol açmakta yani cari açığı 6 birim artırmaktadır. Yerleşik olmayanların doğrudan yatırım, portföy yatırımı ve diğer yatırım şeklinde yaptıkları finansal yatırımlardan transfer ettikleri karı gösteren finansal gelir dengesindeki bu değişim teoriyle de uyumludur. Bunun anlamı kar transferlerinin cari işlemler dengesinde bozulmaya yol açmasıdır. Öte yandan rezervlerdeki artış da cari işlemler dengesi üzerinde olumsuz etki yapmaktadır. Resmi rezervlerdeki bir birimlik artış cari işlemler açığında 1.3 birim artışa yol açmaktadır. Bununla beraber finansal liberalizasyon endeksini temsil eden FL

değişkeni de istatistiki olarak anlamlı çıkmıştır. Daha önce de ifade edildiği gibi finansal liberalizasyon endeksindeki yükselme finansal liberalizasyon derecesinin arttığı anlamına gelmekteydi. İncelenen dönemde finansal liberalizasyon endeksinde artış olduğunu görmekteyiz. Bununla beraber incelenen dönemde cari işlemler dengesi de genelde açık vermiştir. Özellikle finansal liberalizasyon endeksinin yüksek değerler aldığı dönem ve sonrasında cari işlemler dengesi de artan negatif bakiyeler vermektedir. Bu bağlamda finansal liberalizasyon endeksindeki her birimlik artış cari işlemler dengesine olumsuz katkı yapmaktadır. Finansal liberalizasyon seviyesi attıkça sermaye hareketleri cari açıktan bağımsızlaşmakta dolayısıyla cari işlemler dengesiyle sermaye hareketleri arasındaki bağ kaybolmaktadır. Bu durumda cari işlemler dengesizliği sermaye girişine değil, sermaye girişi cari işlemler dengesizliğine yol açmaktadır. Modeldeki değişkenler arasında kısa dönemli hata düzeltme mekanizmasının çalışıp çalışmadığı da yine uygun ARDL kalıbı ile araştırılmıştır.

Tablo 29: Model II'nin ARDL (1,1,1,2) Sonuçları ve Uzun Dönem Katsayılar			
Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	T Değeri (Prob)
CID(-1)	0.36251	0.15684	2.3113[.031]
FG	0.75956	1.9972	.38032[.707]
FG(-1)	-4.5957	2.2343	-2.0569[.052]
REZERV	-0.34934	0.14419	-2.4228[.024]
REZERV(-1)	-0.49224	0.1654	-2.9760[.007]
FL	-91.5783	1467.6	-.062400[.951]
FL(-1)	-40.7921	1934.4	-.021088[.983]
FL(-2)	2409.4	1413.7	1.7044[.102]
C	-223.1678	1519	-.14692[.885]
R=0.93274	F İstatistiği=30.8185[.000]	DW=1.81	
ARDL İle Hesaplanan Uzun Dönem Denklemi			
Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	T Değeri (Prob)
FG	-6.0177	1.2297	-4.8938[.000]
REZERV	-1.3201	0.29375	-4.4941[.000]
FL	3571.9	855.1292	4.1770[.000]
C	-350.0744	2370.4	-.14768[.884]

Tablo 30’da Model II’ye ait kısa dönem hata düzeltme mekanizmasıyla ilgili sonuçlar yer almaktadır. $ECM(-1)$ değişkeni uzun dönem ARDL modelinden elde edilen hata terimlerinin bir dönem gecikmelidir. $ECM(-1)$ değişkeninin katsayısı beklendiği gibi 0 ile (-1) arasında olup istatistiksel olarak da anlamlıdır. Bu hata düzeltme mekanizmasının çalıştığını göstermektedir. Buna göre cari işlemlerde meydana gelebilecek sapmalar 0.63 dönemde yani yaklaşık 1.5 yılda tekrar dengeye dönmektedir.

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	T Değeri (Prob)
dFHP	0.75956	1.9972	.38032[.707]
dREZERV	-0.34934	0.14419	-2.4228[.023]
dFL	-91.5783	1467.6	-.062400[.951]
dFL1	-2409.4	1413.7	-1.7044[.101]
dC	-223.1678	1519	-.14692[.884]
$ECM(-1)$	-0.63749	0.15684	-4.0645[.000]

Yukarıda finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda yarattığı doğrudan etkinin Model I ve Model II çerçevesinde incelenmesinden sonra aynı yöntem finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda yarattığı dolaylı etkilerin incelenmesi için Model III için de uygulanmıştır. Burada da öncelikle Model III’ün eşbütünleşik ilişki taşıyıp taşımadığının kontrolü için uygun gecikmeli UECM modeli oluşturulmuştur. Oluşturulan modellerde otokorelasyon probleminin varlığına da dikkat edilmiştir. UECM modeli oluşturulurken veriler yıllık olduğu için maksimum 2 gecikmeli model kullanılarak AIC kriterine dayalı optimum gecikmeli UECM modeline dair sonuçlar Tablo 31’de gösterilmiştir.

Tablo 31: Model III İçin Optimum Gecikme Sayısı

	Optimum Gecikme Sayısı	AIC	$X^2_{BG(1)}$
Model II	1	19.044	--
Model II	2	19.029	0.13*

X^2_{BG} Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık sınaması istatistiğidir, parantez içindeki değerler ardışık bağımlılık derecesidir.

* %5 düzeyinde ardışık bağımlılığın olmadığını göstermektedir.

Tablo 31’den görüldüğü gibi Model III için belirlenen optimum gecikme sayısı 2’dir. Ayrıca gecikme sayısında otokorelasyon problemi de bulunmamaktadır. Uygun gecikmeli UECM modelinin belirlenmesinden sonra yapılması gereken model değişkenleri arasında eşbütünleşik ilişkinin araştırılması için UECM modelinin F İstatistiğinin Peseran vd. (2001)’de yayınladıkları kritik değerle karşılaştırılmasıdır. Burada F istatistiği için temel hipotez $H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$ şeklindedir. Bu hipotez katsayıların topluca anlamlılığını test etmektedir.

Tablo 32: Sınır Testi F İstatistiği ve Kritik Değerler

	k	F İstatistiği	Alt Sınır $I(0)$ *	Üst Sınır $I(1)$ *
Model III	3	8.31	3.23	4.35

k=bağımsız değişken sayısı * % 5 anlamlılık düzeyi

Tablo 32’ye göre UECM modelinin F İstatistiği katsayıların topluca anlamsız olduğu H_0 hipotezini reddetmektedir. Yani söz konusu modelde eşbütünleşik ilişki mevcuttur. Eşbütünleşik ilişkinin varlığını belirledikten sonra uygun uzun ve kısa dönem ARDL kalıpları oluşturularak kurulan modelin uzun ve kısa dönem dinamikleri incelenebilir. Bu çerçevede uzun dönem ilişkinin belirlenmesi için gerekli ARDL modeli ve uzun dönem katsayıları AIC kriterine dayanarak Tablo 33’de görülmektedir.

Tablo 33: Model III’ün ARDL (2,0,2,1) Sonuçları ve Uzun Dönem Katsayıları

Değişken	Katsayı	T Değeri (Prob)
DTA(-1)	-0.068524	- .48387[.633]
DTA(-2)	0.49916	3.5223[.002]
RER	91.4975	2.7482[.012]
DOG	-1.9938	-5.0946[.000]
DOG(-1)	2.9369	3.8124[.001]
DOG(-2)	-4.8346	-4.1871[.000]
NHN	0.99135	2.3726[.027]
NHN(-1)	-1.9061	-4.9918[.000]
C	-11842.4	-3.0081[.006]
$R^2 = .95768$		F İstatistiği= 62.232
		$DW=2.577$
ARDL ile Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları		
RER	160.7021	3.0032[.007]
DOG	-6.8348	-3.4388[.002]
NHN	-1.6067	-1.3114[.203]
C	-20799.5	-3.8677[.001]

Model III için hesaplanan uzun dönem ARDL (2,0,2,1) modeli ve uzun dönem katsayıları Tablo 33'te görülmektedir. Tablo 33'e göre hesaplanan uzun dönem katsayıların işaretleri beklentilere uygun ve NHN değişkeni dışında katsayılar istatistiksel olarak anlamlıdır. Finansal liberalizasyon sonucu yurt içine giren sermayenin ulusal parayı değerlendirdiği bilinen bir gerçekliktir. Bu bağlamda RER değişkenindeki bir birimlik artış yani ulusal paradaki bir birimlik değerlenme dış ticaret açığını 160 Milyon dolar artırmaktadır. Öte yandan DOG değişkenin katsayısı negatiftir. Bunun anlamı ise doğrudan yatırımlardaki artışın dış ticaret açığını artırmasıdır. Modele göre doğrudan yatırımlardaki bir birimlik artış dış ticaret açığını yaklaşık 7 Milyon dolar artırmaktadır. Uzun dönem dinamikler hakkında bilgi sahibi olduktan sonra ARDL yaklaşımı bize kısa dönem dinamikler ve hata düzeltme mekanizmasıyla ilgili de bilgi vermektedir. Kısa dönem model ve hata düzeltme mekanizması için Tablo 34'de görülen model oluşturulmuştur.

Tablo 34: Kısa Dönem ARDL(2,0,2,1) Modeli Hata Düzeltme Mekanizması Sonuçları		
Değişken	Katsayı	T Değeri (Prob)
dDTA1	-0.49916	-3.5223[.002]
dRER	91.4975	2.7482[.011]
dDOG	-1.9938	-5.0946[.000]
dDOG1	4.8346	4.1871[.000]
dNHN	0.99135	2.3726[.026]
dC	-11842.4	-3.0081[.006]
ECM(-1)	-0.56936	-3.4282[.002]

Daha önce değinildiği gibi Tablo 34'deki *ECM(-1)* değişkeni uzun dönem ARDL modelinden elde edilen hataların bir dönem gecikmelidir. Hata düzeltme mekanizmasının çalıştığından söz edebilmek için katsayının 0 ile (-1) arasında olması ve t istatistiğinin de anlamlı olması gerekmektedir. Tablo 34'de görüldüğü gibi beklentiler doğrultusunda *ECM(-1)* katsayısının işareti negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu bağlamda finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda yarattığı dolaylı etkiyi gösteren Model III hem uzun dönem hem de kısa dönem açısından anlamlıdır. Buna göre dış ticaret açığında meydana gelecek dengeden sapmalar 0.56 dönemde yani yaklaşık olarak 1.8 yılda tekrar dengeye dönmektedir. Model III bize finansal liberalizasyondan kaynaklı sermaye hareketlerinin kısa ve uzun dönemde dış ticaret açığının finansmanında ki dolaylı payını anlatmaktadır. Bir

ülkenin dış ticaret açığı vermesi o ülkenin ithalatını finanse edecek yeterli dövize sahip olmaması anlamına gelmektedir. Bu bağlamda dış ticaret açığı veren ülkelerin döviz ihtiyacı şiddetli olacaktır. Öte yandan dış ticaret açığı yapısal bir dengesizliktir. Model III incelenen dönemde Türkiye'nin dış ticaret açığını yapısal olarak çözmek yerine daha çok kısa vadeli ve sermaye hareketlerinden yaratılan kaynakla finanse ettiğini göstermektedir. Bu bakımdan Model III'ün anlamlı çıkması incelenen dönemde Türkiye'nin dış ticaret açıklarını anlık çözümlerle finanse ederek kapattığının göstergesidir.

Çalışmanın bu bölümünde finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda yarattığı değişimler ampirik olarak incelenmeye çalışılmıştır. Bu bakımdan farklı istatistiki ve ekonometrik yöntemler denenerek benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Korelasyon ve Granger Nedensellik analizinde kullanılan zaman serilerinin pek çoğunda beklenen ilişkiler bulunmuştur. Buna göre cari işlemler dengesiyle diğer ve doğrudan yatırımlar arasında yüksek korelasyon, cari işlemlerden diğer yatırımlara da Granger anlamda nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Bu cari işlemler dengesindeki açıkların kamu ve özel sektörün borcundan kaynaklandığı tezini güçlendiren bir bulgudur. Öte yandan finansal liberalizasyon Granger anlamda cari işlemler açığına neden olmaktadır. Yani finansal liberalizasyon düzeyi arttıkça tasarruf yatırım açığı olarak değerlendirebileceğimi cari işlemler dengesi de açık vermektedir. Bu durum neoklasik finansal liberalizasyon teorisinin öngörleriyle uyuşmamaktadır. Öte yandan eşbütünleşme analizi çerçevesinde oluşturulan modellerin hepsi anlamlı çıkmıştır. Buna göre finansal liberalizasyon sonrasında yaşanan sermaye hareketleri ödemeler bilançosunda cari işlemler ve dış ticaret açıklarını olumsuz etkilemektedir. Dolayısıyla sermaye girişleriyle cari işlem ve dış ticaret açıkları arasındaki bağ muğlaklaşmakta, nedensellik ilişkisi tersine dönmektedir.

SONUÇ

İnsanoğlunun günümüzde yaşadığı ve tartıştığı sorunların köklerini geçmiş yüzyıllara götürmek mümkündür. Sanattan felsefeye, edebiyattan politikaya pek çok alandaki bazı tartışmalar geçmiş çağlardan günümüze kadar devam etmektedir. Benzer şekilde geçmişten bugüne tartışılan konuların başında hiç şüphesiz iktisat ve iktisadi uygulamaların çeşitli toplumlar üzerinde yarattığı etkiler gelmektedir. İktisadın bir bilim dalı olarak kabul edilmesinin modern sayılabilecek dönemlere rastlaması önceki dönemlerde iktisadi konuların tartışılmadığı, araştırılmadığı anlamına gelmemektedir. Hiç şüphesiz iktisadi görüşler ve uygulamalar her devirde toplumların gelişimini etkilemiş ve toplumlararası, ülkelerarası ekonomik ilişkilere yön vermiştir.

Günümüzde yaşanan iktisadi ilişkilerin köklerini de beş yüzyıl kadar öncesine götürmek mümkündür. Bu bakımdan içinde bulunduğumuz ekonomik süreci geçmişin birikimli ilerleyen yeni biçimleri olarak değerlendirmek yanlış olmayacaktır. Avrupa'da ortaya çıkan rönesans, reform, coğrafi keşifler vb. toplumsal olayların Avrupa Toplumu'nun sosyal yapısını değiştirmeye başlamasıyla tüm dünyaya yayılan yeni bir üretim biçimi doğdu. Modern dünya, 1500'lerden başlamak suretiyle kapitalizm diye tanımlanan yeni bir düzen temelinde örgütlendi. Bu dönemde daha çok devlet desteğinde ortaya çıkan merkantilizm XVI. yüzyılda başlayıp yaklaşık üç yüzyıl boyunca Batı Avrupa ekonomi politikasını biçimlendirmiş olan öğretiyi ifade etmekteydi. Bu öğretiyi savunduğu esaslarla yükselen yeni toplumsal sınıf olan ticaret burjuvazisinin sözcülüğünü yapmış ve sanayi kapitalizminin sözcülüğünü mümkün kılacak maddi koşulların oluşmasına da katkı sağlamıştır. Merkantilist dönemin müdahaleci uygulamalarıyla ortaya çıkan ticari burjuvazi, kapitalizmin sanayi devrimini yaşamasıyla beraber biçim değiştirip toplumsal anlamda üretim gücüne sahip olan sanayi burjuvazisine evrildikten sonra kendi ayakları üstünde durmaya karar vermiştir. Bununla beraber liberalizm de siyasal alanda ortaya çıkmış oldu. Aynı dönemde iktisat teorisi de liberal olarak adlandırılabilir iktisadi serbestlik yanlısı klasik iktisadi düşüncenin etkisi altına girdi. O dönemden günümüze etkinliğini sürdüren kapitalist üretim ilişkileri bu serüvenini günümüzde değişik biçimlerde de devam ettirmektedir.

Yalnızca mal ve hizmet ticareti serbestisini değil aynı zamanda finansal serbestiyi de içeren günümüz kapitalizminin en genel kapsamıyla yaşadığı ilk küreselleşme deneyimi özellikle bütün ülke paralarının altın standardına bağlı olduğu dönemde gerçekleşmiştir. Bu dönem aynı zamanda kapitalist sistemin liberalleşme anlamında altın dönemlerini yaşadığı bir zaman dilimi olmuştur. Tarihsel olarak incelendiğinde finans piyasalarında ilk serbestliğin de dünya çapında klasik altın standardının uygulandığı 1870–1914 döneminde tam olarak uygulandığı söylenebilir. Bunun gerçekleşmesinde bütün dünya ülkeleri tarafından altın standardının dolayısıyla altının reel ticarete araç olarak kabul edilmesinin payı büyüktür. Bununla beraber önce patlak veren 1. Dünya Savaşı, ardından Amerika'dan tüm dünyaya yayılan 1929 Ekonomik Buhranı ve sonrasında da 2. Dünya Savaşı'nın yaşanması dünya çapındaki ticareti önemli oranlarda sekteye uğratmıştır. Sonrasında dünya ticaretinin yeniden canlanabilmesi için Bretton-Woods anlaşmasıyla ülkeler arasında sorunsuz işleyebilen bir para sistemi yaratılmaya çalışılmışsa da az önce ifade edilen deneyimler ülkeleri içe kapanmaya (otarşi) yöneltmiştir. Öte yandan bu dönemde Keynesyen anlamda ulusal müdahaleci devlet tipleri doğmuştur. Bu dönemde ülkelerin kendi içlerinde ve uluslararası ticari ilişkilerinde devlet müdahalesi esas alınmış ve bu süreç 1970'li yıllara kadar devam etmiştir. Bununla beraber devlet destekli ekonomik ortamda özellikle Kuzey Avrupa ülkelerinde ortaya çıkan sosyal devlet modeli pek çok gelişmekte olan ülke tarafından örnek alınmıştır. Bu dönemde ticaret akımları belirgin bir şekilde artarken görülmemiş bir büyüme dalgası yakalanmıştır. 1960'ların sonlarına gelindiğinde ise uygulanagelen Keynesyen politikalar sonucu yaşanan bir takım ekonomik sorunlar (stagflasyon vb) ve ülke paraları arasındaki sabit kura dayalı konvertibilitenin bozulması sonucu Bretton-Woods sisteminin yıkılması, müdahaleci görüşlerin yerini tekrar serbestlik yanlısı görüşlere bırakmasına yol açmıştır. Ayrıca bu dönemde Bretton-Woods ikizleri olarak anılan IMF-Dünya Bankası gibi kurumların varlığı da sorgulanır hale gelmiştir. Bunun üzerine bu kurumlar yeniden görev tanımı yaparak bu kez yeni serbestleşmenin -yani neoliberalizasyonun- kurallarını belirlemeye başlamışlardır. Bu dönem ayrıca Keynesyen iktisat politikalarının yerini Monetarizm, Arz Yönlüler, Rasyonel Bekleyişler vs. gibi klasik ekole dayalı

modellere bıraktığı bir dönem olmuştur. Bu yüzden bu döneme ağırlıklı olarak neoliberal politikaların uygulandığı dönem denilebilir.

1970’li yıllar dünya ticari mal talebinin yeniden istikrarlı olarak arttığı, gelişmiş ülkelerin artan refah seviyesiyle beraber ortaya çıkan sermaye fazlalarını tasarruf açığı olan ülkelerde değerlendirmek istedikleri ve dış ticaretin ve sermaye hareketleri önündeki engellerin kaldırılmaya başlandığı yıllar oldu. Finansal liberalizasyon kavramı da ilk kez bu dönemde müdahaleci politikalara tepki olarak ortaya atıldı. Fakat bu yeni dönemin özelliği, önceki dönemin aksine, ülkelerin paralarını birbirine dönüştürmede kullanacakları belli bir kur politikasının olmayışıdır. Bu durumda finansal hareketlilik neye göre oluşacaktır? Hangi kur sistemleri finansal sermaye akışına uyum gösterecektir? Sermayenin serbestçe dolaşımı gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeleri nasıl etkileyecektir? Sermayenin ülkeler arası akış motifi ve biçimi nedir? Bütün bu soruların cevabı çeşitli ekollerden iktisatçıların finansal liberalizasyon algı ve tanımlamalarında yatmaktadır. Pek çok iktisat teorisinde olduğu gibi finansal liberalizasyon teorisinde de herkesin üzerinde hemfikir olduğu, anlaşmaya vardığı genel-geçer bir teori oluşturulamamıştır.

Finansal liberalizasyonun ödemeler dengesi üzerine etkilerini Türkiye örneği üzerinden değerlendirmeyi amaçlayan çalışmamızın birinci bölümünde finansal liberalizasyon teorisi ve dünyadaki uygulamaları incelenmiştir. Finansal liberalizasyon yaklaşımı McKinnon-Shaw ekolü tarafından geliştirilmiştir. Bu ekole göre ülkelerin finans piyasalarında müdahaleci politikalar uygulaması büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Finansal liberalizasyon yanlısı görüşleri savunan iktisatçılar, bir bakıma ticari serbestinin ülkeler üzerinde yarattığı olumlu etkilerin benzerinin finans piyasalarında serbestliğin sağlanmasıyla da ortaya çıkacağını iddia etmişlerdir. Buna göre özellikle yatırım-tasarruf dengesizliği olan ülkeler tasarruf yetersizliğinden dolayı finanse edemedikleri yatırımlarını finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçirilmesi sonucu dış kaynak kullanarak gerçekleştirebilecek ve arzu edilen büyüme ve toplumsal refah artışına ulaşabileceklerdir.

Finansal liberalizasyon pek çok ülkede uygulama alanı bulmuştur. Özellikle dış kaynakla kalkınmanın finanse edilebilmesi ihtimali pek çok az gelişmiş ülkeye

cazip görünmüştür. Ancak finansal liberalizasyon deneyimleri bu politika demetini hayata geçiren pek çok ülke için beklenen sonuçları vermemiştir. Finansal liberalizasyon sonrası ülkelerin yaşadıkları finansal şoklar bu ülkelerde gelir düşmelerine yol açmıştır. Yaşanılan krizlerden sonra bazı ülkeler finansal reform sürecini durdurarak tekrar kontrol yanlısı politikaları hayata geçirmek zorunda kalmışlardır.

Finansal liberalizasyon özellikle gelişmekte olan ülkelerde daha yıkıcı sonuçlar doğurmuştur. Bu tür ülkeler yeterli finans piyasalarına ve gerekli düzenlemelere sahip olmadıkları için spekülasyon sermayenin ataklarına karşı korumasız kalmışlardır. Ani sermaye çıkışı sonrasında devalüasyon, borç yükünde artış, tasarruflarda kayıp ve kaynak ihtiyacında artış yaşanmıştır. Kaynak yetersizliğinden dolayı finansal liberalizasyon politikalarını hayata geçiren ülkeler sonuçta finansal kriz sonrası yaşanan açıkları finanse edebilmek için kaynak bulmak zorunda kalmışlardır. Nitekim finansal liberalizasyonun pek çok ülke için yıkıcı sonuçlar doğurmasından sonra liberalizasyon yanlısı teorinin kurucularından olan McKinnon'da gereken düzenleyici kurumların ve uygun iç ekonomik ortamın olmadığı bir ülkede finansal liberalizasyonun ülkeyi şoklara açık hale getireceğini vurgulamıştır.

Finansal liberalizasyon sürecini finansal krizle sonlandıran ülkelerde benzer ekonomik gelişmeler yaşanmaktadır. Finansal liberalizasyon başta kamu olmak üzere özel sektörün ve bir bütün olarak bankacılık kesiminin dışardan borçlanmasına olanak vermektedir. Dışarıdan borçlanma eğiliminin artması ise ülkenin kur riskini artırmaktadır. Kur riski yükseldikçe borçlanma faizleri ve risk primleri artmakta, vadeler kısalmakta, böylece finansal sistem maliyetli hale gelmeye başlamaktadır. Bu sürecin finansal kırılganlığı artırdığı da bir gerçektir. Daha çok dış kaynaklı sayılabilecek bu kırılganlıklar, yüksek dış ticaret ve dolayısıyla cari işlemler açığı, sermaye giriş çıkışlarında yaşanan istikrarsız dalgalanmalar, yeterli rezerve sahip olma zorunluluğu ve kayıt dışı sermaye hareketlerinde tetiklenme gibi iç unsurlarla birleşince kriz kaçınılmaz olmaktadır.

Finansal liberalizasyonun hem kriz öncesinde hem de kriz sonrasında etkilediği değişkenler özellikle ödemeler bilançosu kanalıyla izlenebilmektedir. Nitekim dünyaca kabul edilen finansal liberalizasyon göstergelerinin başında ülkenin ödemeler bilançosunun sermaye ve finans hesabının serbest olup olmadığı gelmektedir. Bu bağlamda finansal liberalizasyon ilk olarak ödemeler bilançosunun ilgili hesaplarında değişmelere yol açmaktadır. Ödemeler bilançosu ise bir ülkenin dış dünyayla olan ekonomik ilişkilerinin muhasebeleştirilmiş halidir. Bu bağlamda çalışmamızın ikinci bölümünde ödemeler bilançosu ve finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosu üzerindeki etki kanalları üzerinde durulmuştur. Ödemeler bilançosu bir ülkenin sermaye hareketlerinden dolayı dış dünyayla olan temel ilişkilerini cari işlemler hesabı, sermaye ve finans hesabı, resmi rezervler hesabı ve net hata ve noksan hesabı kalemleriyle sınıflandırmaktadır. Dolayısıyla ilgili kalemlerde meydana gelen değişmeler finansal liberalizasyonun ve yaşanan sermaye hareketlerinin incelenen ülkenin ödemeler bilançosunda ne gibi gelişmelere yol açtığını göstermektedir.

Çalışmamızın ikinci bölümünde finansal liberalizasyonun ödemeler bilançosunda yarattığı etkilerin, doğrudan ve dolaylı olarak iki farklı kanal aracılığıyla meydana getirdiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu ayırım finansal liberalizasyonun öznesi olan sermaye hareketlerinin vade ve hacmi göz önüne alınarak yapılmıştır. Bu bağlamda başta portföy yatırımları olmak üzere finansal hizmetler, diğer yatırımlar ve resmi rezervler hesabı finansal liberalizasyonun doğrudan etkisini yansıtmaktadır. Öte yandan artan sermaye hareketliliği sonucu döviz kurlarında meydana gelen değişim, döviz kurlarındaki gelişmelere göre şekillenen dış ticaret kalemlerinde meydana gelen değişmeler, doğrudan yatırım ve net hata ve noksan kalemi de finansal liberalizasyonun dolaylı etki kanallarını yansıtmaktadır.

Bütün olumsuz etkilerine rağmen, özellikle Keynesyen yani müdahaleci politikalara duyulan tepkinin de şiddetiyle, başta ticari serbesti olmak üzere finansal liberalizasyon politikaları dünyanın pek çok ülkesinde uygulanmıştır. Finansal liberalizasyon politikaları özellikle gelişmiş ülkeler tarafından diğer ülkelere tavsiye edilmiş ve ulusal paraların konvertibilitesi için IMF tarafından ön şart olarak

ülkelerin önüne sürülmüştür. IMF'nin temel hedeflerinden biri de üye ülkelerin sermaye hareketlerine herhangi bir kısıtlama uygulamaması olmuştur.

Türkiye ekonomisi de dünya ülkeleriyle paralel bir şekilde 1960-1980 arasında müdahaleci bir birikim modeli benimsemişti. İthal ikameci kalkınma stratejisinin uygulandığı bu dönemde devlet mal ve hizmet üretici ve tüketicisi olarak iktisadi hayatta yer almaktaydı. Bu dönemde ücretliler bir talep unsuru olarak görüldüğünden alım güçlerinin aşınmamasına dikkat ediliyor, bu arada yüksek gümrüklerle de yerli üretici korunuyordu. Dış dünyaya kapalı olan bu birikim modeli özellikle hammadde ve ara ve yatırım malı açısından dışa bağımlı olan Türkiye'yi döviz sıkıntısına sokmaktaydı. Nitekim 1970'lerin başında yaşanan petrol fiyatlarındaki ani yükselişler, ardından da 1978'de yaşanan borç kriziyle Türkiye ekonomisi yeni bir birikim modelini hayata geçirdi.

24 Ocak 1980'de yürürlüğe giren istikrar programıyla Türkiye ihracata dayalı kalkınma stratejisini uygulamaya koydu. Bu politika değişikliğiyle Türkiye dünyadaki neoliberal eğilime ayak uydurmuştur. Özünü ticaret serbestisi oluşturan bu modelle Türkiye öncelikle ithalat yasaklarını aşamalı olarak kaldırmaya başladı. Öte yandan ithalattan alınan vergiler indirildi ve ihracat teşvikleri uygulandı. Bu politikadan amaçlanan yeterli dış ticaret fazlası sağlanarak ithalat için gerekli döviz temin etmektir. İhracata dayalı kalkınma stratejisinin ilk yıllarında ihracat artmış olmakla beraber artan iç talep sonucu ithalat da artmış ve dolayısıyla dış ticaret açığı kapatılamamıştır.

1980-1989 dönemi Türkiye için öncelikle ticari serbestleşme dönemi olmakla beraber aynı zamanda bu dönem iç finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçirildiği bir dönem olmuştur. İç finansal liberalizasyon çerçevesinde faiz oranları serbestleştirilmiş, sıkı kambiyo politikası terk edilerek daha serbest bir döviz kuru politikası izlenmiş, Bankalar Kanunu yenilenmiş, Sermaye Piyasası Kanunu ve Kurumu oluşturulmuş, İMKB kurulmuş ve kamunun yerli ve yabancı piyasalardan borçlanma imkanı sağlanmıştır. Aslında bütün bu politikalar dış ve dolayısıyla tam finansal liberalizasyon uygulaması için gereken ön düzenlemeler şeklinde gerçekleşmiştir. Nitekim 1989 yılında alınan 32 Sayılı Karar ile finansal

liberalizasyon için son düzenleme de hayata geçirilmiş ve böylelikle Türkiye finansal açıdan dünyanın en liberal ülkelerinden biri haline gelmiştir.

İç ve dış finansal liberalizasyon sağlandıktan sonra Türkiye artan oranda yabancı sermaye hareketliliğine maruz kalmıştır. Bunda özellikle kamunun borçlanma politikası büyük rol oynamıştır. Finansal liberalizasyon döneminde kamu, yüksek faizle borçlanarak yerli ve yabancı sermaye için çekim kaynağı oluşturmuştur. Bununla beraber yüksek faiz için gelen yerli ve yabancı sıcak para kurun eksik değerlendirilmesine yol açmış, dolayısıyla finansal liberalizasyon politikası izlenen dış ticaret politikasıyla çelişmiştir. Kurun eksik değerlendirilmesi ithalatı artırırken ihracatın rekabet gücünü düşürmüştü, dolayısıyla cari açığın en büyük kaynağını oluşturan dış ticaret açığının artmasına yol açmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ayrıntılı olarak incelenen bu süreç ani sermaye çıkışlarıyla yaşanan finansal krizlerle son bulmuştur. Nitekim 32 Sayılı Karar'ın hayata geçmesinden kısa bir süre sonra, 1994 yılında yaşanan finansal kriz yüksek oranlı devalüasyon ve mal ve hizmet fiyatlarına yapılan yüksek oranlı zamlarla son bulmuştur. Daha şiddetli fakat benzer süreç 2000, 2001 krizlerinde de yaşanmıştır. Dolayısıyla finansal liberalizasyon süreci ülkeyi dış şoklara karşı daha açık hale getirmiş ve sık yaşanan krizler reel ekonomik yapıyı olumsuz etkilemiştir.

Finansal liberalizasyonu savunulan görüşler göz önüne alındığında McKinnon-Shaw ekolünün iddia ettiği olumlu gelişmelerden pek azı Türkiye ekonomisinde gözlenmiştir. Finansal liberalizasyon sonrasında tasarruflar beklenen düzeyde artmamış, bunun yerine iç talep artmış ve dolayısıyla yatırım projeleri dış tasarruf kullanılarak hayata geçirilmeye başlanmıştır. Dolayısıyla finansal liberalizasyon süreci dış tasarruf kullanımını artırarak ülkenin dışa bağımlılığını da artırmıştır.

Öte yandan üçüncü bölümde detaylı bir şekilde incelendiği gibi finansal liberalizasyon ödemeler bilançosunda olumsuz etkiler meydana getirmiştir. Özellikle 2000, 2001 krizlerinden sonra cari açığın milli gelire oranı yüzde 5'in üzerine çıkmıştır. Öte yandan bu açığın finansman biçimine bakıldığında kısa vadeli özellik taşıyan sermaye hareketlerinde artışlar göze çarpmaktadır. Özellikle

denetimsiz sermaye hareketlerinin olduğu bir ortamda, finansal liberalizasyon sonucu kurlarda yaşanan dűřme ve yurtiçinde verilen yüksek faizle beraber hem yerleşiklerin yurtdişi borçlanmaları artmakta, hem de yerleşik olmayanlardan kaynaklı arbitraj arayan spekülatif karakterli sermaye hareketlerinde artış meydana gelmektedir. Bu durumda ekonomi ödemeler dengesi şoklarına açık hale getirmektedir. Bununla beraber dış şoklara karşı önlem olarak Merkez Bankası rezervlerini artırma yoluna gitmekte, bu da bir taraftan cari açığı artırıcı bir baskı oluştururken diğer taraftan da ekonomi üzerine ilave yükler yüklemektedir. Öte yandan finansal liberalizasyon sonucu denetimsiz kalan sermaye hareketleri kayıt dışı karakter kazanarak cari işlemler açığının finansmanında önemli roller oynayabilmektedir. Cari işlemler açığının kaynağı belli olmayan sermaye hareketleriyle finanse edilmesi de ekonominin kırılganlık ve belirsizlik derecesini artıran bir başka etmendir.

Dördüncü bölümde finansal liberalizasyonun Türkiye'nin ödemeler bilançosunda yarattığı değişiklikler ekonometrik olarak test edilmiştir. Yapılan inceleme sonucunda portföy ve diğer yatırımlarda meydana gelen artışların cari işlemler dengesine olumsuz katkı yaptığı, yine finansal gelirlerdeki ve resmi rezervlerdeki artışların da cari işlemler dengesini olumsuz etkilediğı belirlenmiştir. Öte yandan incelenen dönemde finansal liberalizasyon derecesindeki artışında cari işlemler dengesini olumsuz etkilediğı görülmüştür. Bununla beraber sermaye akımları sonucu kurlarda yaşanan değerlenmenin ve doğrudan yatırımlardaki artışların da dış ticaret açığını artırdığı belirlenmiştir.

Özetle kontrolsüz ve kuralsız yaşanan finansal liberalizasyon süreci Türkiye'nin dışa bağımlılığını artırmış, ekonominin kırılganlığını artırarak finansal krizlere açık hale getirmiştir. Bu tür olumsuz gelişmelerin yaşanmaması için önerilerimiz ise şöyle sıralanabilir:

- Dış ticaret açığı yapısal bir sorundur, dolayısıyla kapanması için yapısal çözümlere ihtiyaç vardır. Bu bağlamda öncelikle düşük kur politikası terk edilerek ihracatın kaybettiğı rekabet gücü tekrardan kazandırılmalı ve ithal girdiye dayalı ihracat politikası değiştirilmelidir.

- İthalatın artmasındaki en önemli faktör Türkiye'nin ithalatını finanse edebilecek düzeyde borçlanabilmesidir. Nitekim cari işlemler açığından daha fazla bakiye veren sermaye ve finans hesabı bunun göstergesidir. Bu durum ise sonsuza kadar sürdürülebilir değildir. Bu bağlamda ithalat artışının düşmesi için kontrolsüz borçlanmanın (kamu ve özel) önüne geçilmelidir.
- Vergilendirilmeyen finansal kazançlar, özellikle spekülatif kar elde etme imkanı yüksek olan Türkiye gibi ülkelerde, ödemeler bilançosunda yük oluşturmakta, kaynak transferini kolaylaştırmaktadır. Dolayısıyla nasıl ki serbest ticaret kazançlarından vergi alınabiliyorsa aynı şekilde finansal kazançlardan da vergi alınmalıdır.
- Arbitraj arayan, spekülatif karakterli sermaye hareketleri finansal krizlere davetiye çıkartmaktadır, dolayısıyla izin verilmemelidir. Burada uygulanması gereken, özellikle günümüzün küreselleşen dünyasında bu türden sermaye hareketlerini engellemek yerine, bu tür kazançlara ortam sağlayan ekonomik ortamın oluşmasını engellemektedir.
- Öte yandan sermaye hareketlerinin vergilendirilmesi ve gerekiyorsa engellenmesi meselesi tabu olmaktan çıkarılmalıdır. Bu konuda Özellikle 1990'lardan sonra ani döviz çıkışlarıyla krize giren, ekonomi yönetimini IMF ile koordineli götüren ülkelerin krizlerle beraber aşırı yoksullaşmalarından sonra bu görüş yavaş yavaş IMF uzmanlarınca da paylaşılmaya başlanması dikkat çekmektedir.
- Finansal piyasaların asıl işlevinin reel piyasalar için gereken fonları yaratmak olduğu tekrar hatırlanmalı, bu çerçevede finansal piyasaların bu bağlamda beklenen işlevleri yerine getirilmesi için gereken düzenlemeler yapılmalıdır

Sonuç olarak Türkiye ekonomisinde daha önceki yıllarda yaşanan türden finansal krizlere yeniden girilmemesi için özgün ulusal koşulları dikkate alan özgün yapısal ekonomi politikalarının hayata geçirilmesi gerektiği söylenebilir.

KAYNAKLAR

Afşar, M. (2004). *Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları

Akbulut, G. (2002). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*. İstanbul: Der Yayınları

Alper, C.E. Sağlam, İ. (2001). The Transmission Of A Sudden Capital Outflow: Evidence From Turkey. *Eastern European Economics*, 39(2):29-48.

Altunoğlu, E. Güloğlu B. (2002). Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*. 27:1-29

Amin, S. (2004). *Liberal Virüs*. Ankara: Özgür Üniversite Yayınları

Arıcan, E. (2005). Relation Between Financial Liberalization and Foreign Currency Crises in Turkey: An Applications in Terms of Foreign Currency Crises (1990-2004). *Journal of American Academy of Business*.7(2): 236-246

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*. (ss. 569-610). İstanbul: İletişim Yayınları

Artan, S. (2007). Finansal Kalkınmanın Büyümeye Etkileri: Literatür ve Uygulama. *İktisat İşletme ve Finans*. 252: 70-89

Atamtürk, B. (2003). Finansal Liberalizasyonun Etkileri. *İktisat Dergisi*. 438: 42-46

Babaoğlu, B.(2005). *Türkiye'de Cari İşlemler Dengesinin Sürdürülebilirliği*,Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi. Ankara: TCMB

Bağımsız Sosyal Bilimciler. (2005). *2005 Başında Türkiye'nin Ekonomik ve Siyasal Yaşamı Üzerine Değerlendirmeler*. www.bagimsizsosyalbilimciler.org (14.04.2007)

Bağımsız Sosyal Bilimciler. (2006). *IMF Gözetiminde On Uzun Yıl, 1998-2008: Farklı Hükümetler, Tek Siyaset*. www.bagimsizsosyalbilimciler.org (14.04.2007)

Bağımsız Sosyal Bilimciler. (2008). *2008 Kavşağında Türkiye : Siyaset, İktisat ve Toplum*. İstanbul: Yordam Yayınları

Bakırtaş, T. Karbuz, S. (2004). Finansal Küreselleşme ve Çevre Ülkelerin Durumu. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 215: 92-107

Başkaya, F. (2004). *Çığırından Çıkmış Bir Dünya*. Ankara: Özgür Üniversite Yayınları

Berksoy, T. (2005). Türkiye Ekonomisinde Değişim ve Kriz, 24 Ocak 1980'den 5 Nisan 1994'e. *Petrol-İş Yıllığı (1993-1994)*. (ss. 596-633). İstanbul: Petrol İş Yayınları

Bilir, B. (2005). *Finansal Serbestleşmenin Para Politikalarına Etkisi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Binay,Ş. Kunter, K. (1998). *Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü (1980-1997)*. <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper2.html> (20.05.2008)

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. (2004). *Türkiye İktisat Tarihi (1908-2002)*. Ankara: İmge Kitabevi

Boratav, K. (2007). *Dünya Ekonomisinde Değişimler ve Türkiye'ye Yansımaları*. www.bagimsizsosyalbilimciler.org (21.05.2008)

Caner, A. (2007). Finansal Serbestleşme ve Yoksulluk İlişkisi Üzerine. *İktisat İşletme ve Finans*. 254: 5-17

Caprio, G. Hanson, J.A. Honohan, P. (2000). *The Benefits and Pitfalls of Financial Liberalization*.

www.imf.org/workingpapers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID709921_code283885.pdf?abstractid=556072&mirid=1 (10.02.1007)

Celasun, M. (2002). *2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme*. www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf (20.05.2007)

Chandrasekhar, C.P. (2005). Mali Serbestleştirme, Kırılganlık ve Riskin Sosyalizasyonu: Sermaye Kontrolleri İşe Yarayabilir mi?. *Yeni Emperyalizm Ekonomisi*. (ss.282-319). İstanbul: Yeni Hayat Kütüphanesi

Cihan, Ö. (2005). *Gelişmekte Olan Ülkelere Ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri*. Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi. Ankara: Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü

Çeçen, A.A. Doğruel, A.S. ve Doğruel, F. (1996). *Türkiye'de Ekonomik Büyüme Yapısal Dönüşüm ve Kriz*. İstanbul: Ege Yayınları

Çıplak, U. (2005). *Ödemeler Dengesinde Net Hata ve Noksan Kalemi Üzerine Bir Değerlendirme*. Ankara: TCMB Yayınları

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

Demirer, T. (1993). *Gericilik Döneminde Dünya ve Türkiye*. İstanbul: Sorun Yayınevi

Demirgüç-Kunt, A. Detragiache, E. (1998). Financial Liberalization and Financial Fragility. *IMF Working Paper*. WP/98/83

Doğan, H. Işık, S. (2007). Ekonomik Büyümede Para ve Fiziki Sermaye: McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezinin Türkiye İçin Testi. *İktisat İşletme ve Finans*.

Durusoy, S. (07.2000). *Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri*. <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm> (20.05.2008)

Eichengreen, B. (1998). *Capital Controls: Capital Idea or Capital Folly?*. www.econ.berkeley.edu/~eichengr/policy/capcontrols.pdf (10.01.2008)

Ekzen, N. (2003). Cumhuriyetin Ortaçağı: Kamu Ekonomisinde Finansman Politikası Aracı Olarak İç Borçlanma (1984-1999). *İktisat Üzerine Yazılar II: İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar*. (ss. 631-665). İstanbul: İletişim Yayınları

Emek, U. (2000). Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri. *Rekabet Dergisi*. 1(3): 62-90

Engle, R.F. & Granger, C.W.J. (1987). Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing, *Econometrica*, 55

Epsitein, G. Grabel, I. K.S, J. (2004). Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yönetim Teknikleri. *Yeni Emperyalizm Ekonomisi*. (ss.155-185). İstanbul: Yeni Hayat Kütüphanesi

Ercan, F. (2005). *Para ve Kapitalizm*. İstanbul: Devın Yayınclık

Eren, A. Süslü, B. (2001). Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi. *Yeni Türkiye*. 41:662-674

Erkan, H. Uysal, Y. Erkan, C. Çetinkaya, M. Şanlısoy, S. Başer, E. Afşar ve E. Aydın, Ü. (2007). *Türkiye İçin Bilgi Bazlı Sürdürülebilir Yenilikçi Sanayileşme Stratejisi*. İzmir: EĞİAD Yayınları

Ertürk, K. (2003). Parasal Kriz Teorileri Üzerine Notlar. *İktisat Üzerine Yazılar II: İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar*. (ss. 225-244). İstanbul: İletişim Yayınları

Esen, O. (1998). Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirisel Bir Yaklaşım. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 145:

Eser, U. (1993). *Türkiye’de Sanayileşme*. Ankara: İmge Kitabevi

Gökalp, M. F. (1998). *Türkiye’de Liberalizasyon Sürecinde Dış Ticaret Hadlerindeki Gelişmenin Analizi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Gujarati, D.N. (2001). *Temel Ekonometri*. İstanbul: Literatür Yayınclık

Güloğlu, B. (2001). İstikrar Programından İstikrarsızlığa (Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri). *Yeni Türkiye Dergisi*, 1:1-11

Hazine. (1997). *Ödemeler Dengesi*.

<http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/Arastirma%20Yayin/Kitaplar/odemelerdengesi.pdf> (10.01.2008)

IMF. (2005). *The IMF Approach to Capital Account Liberalization*. www.imf.org/eval/complete/pdf/04202005/report.pdf (20.11.2007)

İnsel, A. Sungur, N. (2003). *Sermaye Akımlarının Temel Makro Ekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri:Türkiye Örneği (89:III-99:IV)*. www.tek.org.tr (12.03.2007)

İstemihan, M. F. (2004). *Finansal Küreselleşme ve Para Politikalarına Etkileri*. http://www.akademiktisat.net/finansal_kuresellesme_para_politikasi_istemihan.htm (20.05.2008)

İşkur. *Sosyal ve Ekonomik Gelişmeler*. http://statik.iskur.gov.tr/tr/dis_iliskiler/bolum1.htm (10.01.2008)

Johansen, S. (1988). Statistical Analysis of Cointegration Vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 12(2-3): 231-254.

Johansen, S. ve Juselius, K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration with Applications to the Demand for Money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. 52(2): 169-210.

Kahyaoğlu, H. (2007). *Türkiye'de Finansal Risklerin Reel Piyasalara Etkisi: Aktarım Mekanizmalarının Analizi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Kaminsky, G.L, Reinhart, C.M. (1998). Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now. *The American Economic Review*. 88(2): 444-448

Kaminsky, G.L. Schmukler, S.L. (2003). Short Run Pain Long Run Gain: The Effects of Financial Liberalization. *IMF Working Paper*. WP/03/34

Kandemir, Ş. (2006). *Finansal Serbestleşme Sürecinin Türk Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

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

Kar, M. Kara, A. (2003). *Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler*. <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2003/sermayeyuzde20hareketleri.htm> (20.05.2008)

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

Kar, M. Taş, S. (2003). İktisadi Kalkınmada Para ve Sermayenin Yeri. (ss.159-195). *Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular*. Bursa: Ekin Kitabevi

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

Kara, U. (2004). *Sosyal Devletin Yükselişi ve Düşüşü*. Ankara: Özgür Üniversite Yayınları

Karabulut, G. (2003). Finansal Liberalizasyon İktisadi Kriz İlişkisi. *İktisat Dergisi*. 438: 77-80

Karademir, A. (2005). *Türkiye'de Finansal Liberalizasyonun Dış Kaynak Bağımlılığına Etkileri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Karluk, R. (1998). *Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: Beta Basım

Kasman, A. Turgutlu, E. Konyalı, G.(2005). Cari Açık Büyümenin Mi Aşırı Değerli TL'nin Mi Sonucudur?. *İktisat-İşletme ve Finans*. 233:88-98

Kavas, N. (2004). *Türkiye’de Finansal Liberalizasyonun Bankacılık Sisteminin Fon Kaynakları ve Kullanımı Üzerine Etkilerinin Analizi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Kayacan, M. (2004). Finansal Liberalleşme ve Finansal Sınırlama Politikaları Üzerine Tartışmaların Temeli. *Maltepe Üniversitesi İİBF Ekonomik Toplumsal ve Siyasal Analiz Dergisi*. 1(1): 35-43.

Kazgan, G. (2002). *Küreselleşme ve Ulus Devlet*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları

Kazgan, G. (2005). *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001)*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları

Kepek, Y. Yentürk, N. (2005). *Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: Remzi Yayınevi

Klein, M. Olivei, G. (2005). *Capital Account Liberalization, Financial Depth, And Economic Growth*. <http://www.nber.org/papers/w7384> (15.01.2008)

Köse, A.H. (2006). Dünya Ekonomisi İçinde Türkiye: Dış Ticaret ve Sermaye Hareketlerindeki Gelişmeler. *Türkiye Ekonomisi*. (ss.151-188). Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayınları

Kumhof, M. (1999). A Quantitative Exploration Of The Role Of Short-Term Domestic Debt In Balance Of Payments Crises. *Journal of International Economics*. 51: 195–215

Kwiatkowski, Denis, Peter C. B. Phillips, Peter Schmidt & Yongcheol Shin (1992). Testing the Null Hypothesis of Stationary against the Alternative of a Unit Root," *Journal of Econometrics*. 54: 159-178.

Laeven, L. 2001. Financial Liberalization and Financing Constraints: Evidence from Panel Data on Emerging Economies. *World Bank Working Papers*

Levine, R. (2001). International Financial Liberalization and Economic Growth. *Review of International Economics*. 9 (4): 688-702

McKinley, T. (2005). Büyüme ve Yoksulluk Azaltmak İçin Ekonomik Politikalar:Yoksulluğu Azaltma Stratejisi Çalışmaları, Neoliberal Zorunlu Koşullar ve Mutabakat Sonrası Alternatifler. *Yeni Emperyalizm Ekonomisi*. (ss.249-264). İstanbul: Yeni Hayat Kütüphanesi

Miynat, M. (2007). Finansal Liberalleşme, Finansal Krizler ve Finansal Transferlerin Yeniden Dağıtım Boyutu. *İktisat, İşletme ve Finans*. 251: 63-84

Mutlu, O.Ç. (2006). *Türkiye’de Dış Borç İstatistiklerinin Derlenmesi ve Dış Borç İşlemlerinin Ödemeler Dengesi İstatistiklerine Yansıtılması*. Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi. Ankara: TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü

Nelson, C.R. & Plosser, C.I. (1982). Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series: Some Evidence and Implications. *Journal of Monetary Economics*, 10.

Onur, S. (2005). Finansal liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*. 1(1): 127-152

Özbilen, Ş. (2000). Finansal Deregülasyonun Türkiye Ekonomisine Etkileri. www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/sevki1.pdf (20.04.2008)

Özel, S. (2005). *Global Finansal Krizler*. İstanbul: Deniz Kültür Yayınları

Özlale, Ü. (2003). Küreselleşme Sürecinde Uygulanan Para Politikalarının Genel Değerlendirmesi. *2000-2003 Petrol-İş Yıllığı*. (ss. 115-124). İstanbul: Petrol İş Yayınları

Pala, C. (1996). *20. Yüzyılın Şeytan Üçgeni: ABD-Petrol-Dolar*. İstanbul: Kavram Yayınları

Patnaik, P. (2005). Yeni Emperyalizm. *Yeni Emperyalizm Ekonomisi*. (ss.47-60). İstanbul: Yeni Hayat Kütüphanesi

Peker, O. (2005). Sermaye Hareketleri Liberalizasyonunun Refah ve Büyüme Üzerindeki Etkisi: Kuramsal Bir Tartışma. *Maltepe Üniversitesi İİBF Dergisi*.1:29-42

Pesaran, M.H., Shin, Y. ve Smith, R.J. (2001). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships. *Journal of Applied Econometrics*.16(3):289-326

Prasad, E.S. Rogoff, K. Wei, S-J. Köse, M.A. (2003). Effects of Financial Globalisation on Developing Countries, Some Empirical Evidence. *IMF Occasional Paper*.

Reinhart, C. Tokatlidis, I. (2005). *Before and After Financial Liberalization*. <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/6986/> (15.08.2007)

Rodrik, D. Subramanian, A. (2008). *We Need To Curb The Global Flows of Capital*. www.financialtimes.com (26.02.2008)

Sak, G. (1995). *Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and an Evaluation of Turkish Experience in the 1980's*. İstanbul: Capital Markets Board Publication

Samuelson, P.A. William, D.N.(1995). *Economics*. New York: McGraw Hill

Sarfati, M. (2003). Finansın Liberalizasyonu. *İktisat Dergisi*. 438: 38-41

Sarı, M. (2004). *Dış Borç Yönetimi ve Türkiye Uygulamaları*. Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi. Ankara: TCMB

Savaş, V. (1984). *Keynezyen İktisat Yıkılırken*. İstanbul: Fatih Yayınevi

Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası İktisat*. İstanbul: Güzem Can Yayınları

Shaw, E.S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Londra: Oxford University Press

Sikorski, T.M. (1996). *Financial Liberalization in Developing Countries*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing

Soydemir, S. (1998). *Türkiye'de Finansal Fon Akımları*. Ankara: SPK Yayınları

Sönmez, M. (1992). *100 Soruda 1980'lerden 1990'lara Dışa Açılan Türkiye Kapitalizmi*. İstanbul: Gerçek Yayınevi

Sönmez, S. (2003). Türk İktisat Politikalarındaki Çıpa: Dış Borçlanma. *İktisat Üzerine Yazılar II: İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar*. (ss. 305-362). İstanbul: İletişim Yayınları

Sönmez, S. (2004). Finansal Birikim Modelinin Pornografik Özü, Boyutları ve Sonuçları. *İktisat İşletme ve Finans*. 223: 53-69

Şengönül, A. Altıok, M. Gürbüz, R. (2007). Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*. 252: 27-48

Şişman, M. (2005). Uluslararası Para Sistemsizliği ve Mali Sermaye Akımları (1980-2002): Gelişmekte Olan Ülkeler (Güney) İçin Öneriler. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 233: 117-123

Taylor, L. (2004). Dış Liberalleşme: Yakın Dönemden Dersler. *İktisat Üzerine Yazılar I: Küresel Düzen, Birikim, Devlet ve Sınıflar*. (ss. 49-72). İstanbul: İletişim Yayınları

TCMB. *Ödemeler Dengesi İstatistikleri, Tanım ve Türkiye Uygulaması*. <http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf> (10.01.2008)

TCMB. (2002). *Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri*. www.tcmb.gov.tr (01.06.2008)

TCMB .(2007). Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu. www.tcmb.gov.tr (01.05.2008)

TCMB. (2008). Finansal İstikrar Raporu. www.tcmb.gov.tr (01.06.2008)

Tezer, Ö. Çolak, Ö.F. (1999). *Finansal Sistem ve Bankalar*. İstanbul: Nobel Yayın Dağıtım

Tokgöz, E. (1999). *Türkiye'nin İktisadi Gelişme Tarihi (1914-1999)*. Ankara: İmaj Yayıncılık

Toprak, H.H.(2006). *Cari İşlemler Dengesinin Sürdürülebilirliği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Turgut, A. (2006). *Finansal Entegrasyon ve Finansal Krizler Türkiye Örneği: 1994, 2000, 2001 Krizleri*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

TÜSİAD. (2002). *Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri: Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri Işığında Türkiye Analizi*. İstanbul: Tüsiad Yayınları

Uğurlu, A. (2005). *Küreselleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının İç ve Dış Ekonomik Denge Açısından Değerlendirilmesi (1980 Sonrası Türkiye Örneği)*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Uludağ, İ. Arıcan, E. (1999). Finansal Liberalizasyon ve Küreselleşme Sürecinde Oluşan Ekonomik Etkiler. *Marmara Üniversitesi Kurucu Rektörümüz Prof.Dr. Orhan Oğuz'a Armağan*. (ss. 413-420). İstanbul: Marmara Üniversitesi Yayınları

Utkulu, U. Kahyaoğlu, H. (2005). *Ticari ve Finansal Açıklık Türkiye'de Büyüme Ne Yönde Etkiledi ?*. www.tek.org.tr (12.03.2007)

Uygur, E. (2001). *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri*. www.tek.org.tr (10.12. 2005)

Uygur, E. (2004). Cari Açık Tartışmaları. *İktisat, İşletme ve Finans*. 222: 5.18

Uysal, Y. (1999). *Bölüşüm İlişkileri ve Bu ilişkilerin Düzenlenmesinde Etkili Olabilecek İktisat Politikalarının Değerlendirilmesi-Türkiye Örneği*. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. 1(2)

Venet, B. (2003). Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme. *İktisat Dergisi*. 438: 60-70

Weller, C.E. (1999). A Few Observations on Financial Liberalization and Financial Instability. *Review of Radical Political Economics*. 31(3): 66-77

Williamson, J. Mahar, M. (2002). *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir inceleme*. Ankara: Liberte Yayınları

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

Yay, T. Yay, G. Yılmaz, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*. İstanbul: İTO Yayınları

Yazıcıoğlu, A. (2005). *Ödemeler Dengesi*. www.vergidegundem.com/files/Makale2_Kasım05.doc (10.01.2008)

Yeldan, E. (1997). Financial Liberalization and Fiscal Repression in Turkey: Policy Analysis in a CGE Model With Financial Markets. *Journal of Policy Modelling*. 19(1): 79-117

Yeldan, E. (2002). Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler. *Praksis Dergisi*. 6: 1-14

Yeldan, E. (2004). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: İletişim Yayınları

Yeldan, E. (2006). Finansal Serbestleştirme Sürecinde Türkiye Ekonomisi. *Türkiye Ekonomisi*. (ss.189-207). Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayınları

Yeldan, E. Buturak, G. (2004). Sermayenin Küreselleşmeye Cevabı: Gelişmekte Olan Ülkelerde Serbestleştirme Sonrası Fiyat Artırımlarının Uyum Kalıplarının Mukayeseli Analizi. *Yeni Emperyalizm Ekonomisi*. (ss.84-100). İstanbul: Yeni Hayat Kütüphanesi

Yentürk, N. (2005). *Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları

Yıldızoğlu, E. (2004). Hegemonyadan İmparatorluğa. *İktisat Üzerine Yazılar I: Küresel Düzen, Birikim, Devlet ve Sınıflar*. (ss. 539-568). İstanbul: İletişim Yayınları

Yükseler , Z. (1998) . *Makro Ekonomik Hesaplar Ve Ödemeler Dengesi*. Ankara: DPT

EKLER

Ek 1: Finansal Liberalizasyon Endeksi

Laeven (2001)'in geliştirdiği finansal liberalizasyon endeksi aşağıdaki kriterlere göre oluşturulmuştur. Buna göre endeks minimum sıfır, maksimum altı değerini almaktadır. Her sorunun cevabı evet ise parantez içindeki değer endekse eklenmiş, hayır ise eklenmemiştir.

Faiz Oranları: Mevduat kredi faizleri serbestçe belirleniyor mu? (0.5)

Faizlerin belirlenmesi rekabetçi süreç izliyor mu? (0.5)

Döviz Kuru: Kur dalgalı mı? (0.33)

Kur piyasası bütünleşmiş mi? (0.33)

Döviz bulundurulabilir mi? (0.33)

İhtiyatlı Düzenlemeler: Düzenleyici kurumlar var mı? (0.5)

-SPK (0,25) - İMKB (0.25)

Bankacılık düzenlemeleri var mı? (00.5)

-Bankalararası Para Piyasası (0.125)

-Açık Piyasa İşlemleri (0.125)

-Bankalar Kanunu (0.125)

-Bağımsız Denetim Kuruluşları (0.125)

Giriş Engelleri: Sermaye Hesabı liberalize edilmiş mi? (0.5)

Ulusal para konvertibl mi? (0.5)

Kredi Kontrolleri: Bankaların sermaye yeterlilik oranı uluslararası kriterlere (Basel) göre belirlenmiş mi? (0.5)

Merkez Bankası tercihli munzam karşılık oranı uygulamış mı? (0.5)

Sermaye Hareketleri:

Eğer (finans hesabı)/CİD > |0.9| => 1

Eğer (finans hesabı)/CİD < |0.9| => 0