

T.C.
İZMİR KÂTİP ÇELEBİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANSAL EKONOMİ ANABİLİM DALI

**GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERDE FİNANSAL
SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKASI ÜZERİNE
ETKİSİ**

Yüksek Lisans Tezi

NIHAN DEMİR

İZMİR-2017

T.C.
İZMİR KÂTİP ÇELEBİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANSAL EKONOMİ ANABİLİM DALI

GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERDE FİNANSAL
SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKASI ÜZERİNE
ETKİSİ

Yüksek Lisans Tezi

NIHAN DEMİR

DANIŞMAN: Yrd. Doç. Dr. ÖZHAN TUNCAY

İZMİR-2017

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Gelişmekte Olan Ekonomilerde Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Üzerine Etkisi” adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

03.07.2017

Nihan DEMİR



T.C.
İZMİR KÂTİP ÇELEBİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ
TEZ/PROJE SINAVI TUTANAK FORMU

GÖNDEREN : ...*Finansal..Ekonomi*.....Ana Bilim Dalı Başkanlığı
GÖNDERİLEN : Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Anabilim Dalımız Yüksek Lisans / ~~Doktora~~ Programı öğrencisi *Nihan..Demir*.....
ile ilgili Tez/Proje Sınav Tutanağı aşağıdadır.

Tarih: *10.07.2017*
Sayı :

Finansal..Ekonomi Ana Bilim Dalı Başkanı

İmza *Yrd. Doç. Dr.*
ÖZHAN TUNÇAY

SINAV TUTANAĞI

Tez/Proje Sınav Jürimiz tarafından incelenen *G.e.üsm.ile..Olun..Ekonomilerde..Finansal*
Serbestleşmenin..Paz..Politikası..Üzerine..Etkisi.....başlıklı yüksek lisans / ~~doktora~~ tezi ile ilgili olarak jürimiz *10.07.2017* tarihinde toplanmış ve adı geçen öğrenciyi Tez/Proje Sınavına tabi tutmuştur. Sınav sonucunda adayın tezi hakkında OYÇOKLUĞU/OYBİRLİĞİ ile aşağıdaki karar verilmiştir.

KABUL

Kabul Edilen Yüksek Lisans / Doktora tezi:

- i) Bilime yenilik getirmiştir
- ii) Yeni bir bilimsel yöntem geliştirmiştir
- iii) Bilinen bir yöntemi yeni bir alana uygulamıştır
- iv) Uygulama yapmıştır (sadece Yüksek Lisansta geçerlidir)

RED

DÜZELTME *

Tez Sınav Jürisi	Unvanı ve Adı Soyadı	İmza
Tez Danışmanı	<i>Y.Doç.Dr. Özhan TUNÇAY</i>	<i>[İmza]</i>
Üye	<i>Prof.Dr. İbrahim T. H. A. ÇAR</i>	<i>[İmza]</i>
Üye	<i>Yr. Doç. Dr. Başak KARŞIYAKA</i>	<i>[İmza]</i>
Üye		
Üye		

Eki : Tez Değerlendirme Formu (Her bir jüri için).

* Tez sınavında düzeltme kararı verilmesi halinde jüri tarafından öngörülen düzeltmelere ilişkin bir jüri raporu eklenmelidir. Düzeltmeler için Ek süre her defasında en fazla yüksek lisans öğrencileri için 3 ay, doktora öğrencileri için 6 aydır.

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERDE FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKASI ÜZERİNE ETKİSİ

Nihan DEMİR

İzmir Katip Çelebi Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Finansal Ekonomi Anabilim Dalı

Finansal serbestleşme (liberalleşme) düşüncesi 1970' lerde Bretton-Woods' un yıkılmasından sonra hız kazanmıştır. 1980' li yıllardan itibaren uluslararası ekonomi küreselleşme (globalleşme) sürecine girmiş, tüm dünyada yapılanma ve değişim dönemi 1990' larda başlamıştır. Globalleşme kavramı, tüm dünya ekonomilerini kapsayan sosyal ve iktisadi alanların birbirleriyle ve uluslararası piyasalarla entegre olması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla finansal serbestleşme, mali piyasaları fiziksel olarak bölen çizgilerin yok olması, miktar ve fiyat kısıtlamalarının kaldırılması aynı zamanda ülkeler arası sermaye mobilitesinin artması demektir. Bu uygulamalar aracılığıyla finansal sermaye, uluslararası çapta dolaşım imkanı bulmuştur. Gelişmekte olan ekonomilerin karlı yatırım olanakları sermaye akımlarının yönünü belirleyen en önemli faktör olmuştur.

Finansal serbestleşme fikrini hayata geçiren ekonomiler de olumlu sonuçların yanı sıra yapısal olarak ekonomik gelişmişliğe ulaşamayan ülkelerde krizlere neden olmuştur. Meydana gelen bu çelişkidten dolayı finansal serbestleşme aşamasında uygulanan politikaların niteliği hakkında daha kapsamlı araştırma ihtiyacı gündeme gelmiştir. Finansal serbestleşme ile beraber artan sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kalkması, aynı zamanda teknolojik gelişmelerin artması ile uluslararası çapta mali

piyasaların entegre olmasını sağlamıştır. Dolayısıyla para piyasalarının globalleşmesine finans piyasaları arasındaki etkinlik artışının katkısı dikkate değerdir. Böylece uygulanmakta olan para politikaları güçleşmiş ve farklılaşmıştır.

Çalışmamızın amacı, 2005-2015 yılları içerisinde gelişmekte olan ekonomilerde finansal serbestleşme ile para politikası arasındaki ilişkiyi ekonometrik analizle açıklamaktır. Ampirik analizlerde finansal serbestleşmenin ölçülebilmesi için sıkça finansal açıklık oranının kullanıldığı ilgili literatürde görülmektedir. Ayrıca para politikasının doğru uygulandığının simgelerinden biri olan enflasyon oranı kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki ilişki, EKK yöntemi ile incelenerek panel veri analizi yapılmıştır. Çalışmamızdaki analize göre, finansal açıklık oranı ile enflasyon oranı arasında negatif yönlü ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: liberalizasyon, finansal serbestleşme, gelişmekte olan ekonomiler, enflasyon, sermaye akımları

ABSTRACT

Master Thesis

EFFECTS ON MONETARY POLICY OF FINANCIAL LIBERALIZATION IN DEVELOPING ECONOMIES

Nihan DEMİR

İzmir Katip Çelebi University

Graduate School of Social Sciences

Department of Financial Economics Program

The idea of financial liberalization gained momentum after the collapse of Bretton-Woods in the 1970s. From 1980s onwards, international economy has entered globalization process, and the period of restructuring and change all over the world began in the 1990s. The concept of globalization means that the social and economic spheres that cover all world economies are integrated with each other and with international markets. So financial liberalization means the disappearance of the lines that physically divide the financial markets, and the abolition of quantity and price constraints, mean the increase of capital mobility among countries at the same time. Through these applications, financial capital has been able to circulate on an international scale. The profitable investment opportunities of emerging economies have been the most important factor in determining the direction of capital flows.

Economies that have had the illusion of the concept of financial liberalization have also caused crises in countries that have not achieved economic development as well as positive outcomes. The need for more extensive research on about the quality has come to the fore. The rise of restrictions on capital movements along with financial liberalization has also enabled the integration of financial markets on an international scale with the increase of technological developments. Therefore, the contribution of the increase in efficiency between financial markets to the globalization of money markets is remarkable. Thus, the monetary policy being implemented has become difficult and differentiated.

The aim of our work is to explain the relationship between financial liberalization and monetary policy in developing economies through econometric analysis in 2005-2015. In the empirical analysis, it is often seen in the related literature that the financial openness ratio is used to measure financial liberalization. Moreover, inflation rate, which is one of the symbols of correct application of monetary policy, is used. The relationship between the variables was analyzed by the EKK method and panel data analysis was performed. According to the analysis of our study, it is concluded that there is a negative relation between the financial openness rate and the inflation rate.

Keywords: liberalization, financial liberalization, emerging economies, inflation, capital flows

İÇİNDEKİLER

ÖZET	I
ABSTRACT	III
İÇİNDEKİLER	V
TABLolar LİSTESİ	VII
ŞEKİLLER LİSTESİ	VIII
KISALTMALAR LİSTESİ	IX
ÖNSÖZ	XI
GİRİŞ	1
1. FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ	3
1.1. EKONOMİK SERBESTLEŞME ALANLARI	3
1.1.1. Dış Ticaretin Serbestleşmesi	3
1.1.2. Finansal Serbestleşme	5
1.1.2.1. İç Finansal Serbestleşme	6
1.1.2.2. Dış Finansal Serbestleşme	6
1.2. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TARİHÇESİ VE TEORİK YAKLAŞIMLAR 8	
1.2.1. Neo- Klasik Yaklaşım	9
1.2.2. Yapısalcı Yaklaşım	11
1.2.3. Neo-Keynesyen Yaklaşım	13
1.2.4. Post- Keynesyen Yaklaşım	13
1.2.5. Spekülatif Gelişme Modeli	14
1.2.6. Marksist Yaklaşım	15
1.2.7. Finansal Serbestleşmenin Sonuçları	19
2. PARA POLİTİKASININ TEORİK PERSPEKTİFİ	25
2.1. PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI	25
2.1.1. Parasal Aktarım Mekanizması	26
2.1.1.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı	27
2.1.1.2. Kredi Kanalı	27
2.1.1.3. Banka Kredisi Kanalı	28
2.1.1.4. Bilanço Kanalı	28
2.1.1.5. Döviz Kuru Kanalı	28
2.1.1.6. Hisse Senedi Kanalı	29

2.1.1.7. Beklenti Kanalı	30
2.2. PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ	30
2.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi.....	31
2.2.2. Parasal Hedefleme	32
2.2.3. Enflasyon Hedeflemesi	34
2.3. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	36
2.3.1. Dolaysız Para Politikası Araçları	38
2.3.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri.....	38
2.3.1.2. Kredi Tavanı Uygulaması	39
2.3.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Oranları	39
2.3.1.4. Disponibilite Oranı	39
2.3.1.5. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi.....	40
2.3.1.6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredi Kontrolü	40
2.3.1.7. Tüketici Kredi Kontrolü	41
2.3.1.8. İkna Yolu	41
2.3.2. DOLAYLI PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	41
2.3.2.1. Açık Piyasa İşlemleri	42
2.3.2.2. Reeskont Oranı	43
2.3.2.3. Zorunlu Karşılık Oranı	44
2.4. TÜRKİYE' DE FİNANSAL SERBESTLEŞME'NİN İKTİSADİ YAPI ÜZERİNDEKİ SONUÇLARI	45
3. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKASI ÜZERİNE ETKİSİ: GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLER İÇİN EKONOMETRİK BİR ANALİZ.....	52
3.1. Literatür Taraması.....	52
3.1.1. VERİ SETİ VE EKONOMETRİK YÖNTEM.....	59
3.1.2. VERİ SETİ	59
3.1.3. EKONOMETRİK YÖNTEM	61
3.2. AMPİRİK ANALİZ VE MODEL TAHMİNLERİ	62
SONUÇ	72
KAYNAKÇA	75
EKLER.....	83
ÖZGEÇMİŞ	90

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1: İç Finansal Serbestleşmenin Ülkelere Göre Etkisi	24
Tablo 2: Dış Finansal Serbestleşmenin Ülkelere Göre Etkisi	25
Tablo 3: Bazı Yıllara Ait Faiz Oranları.....	48
Tablo 4: Türkiye’de Faiz Oranları	50
Tablo 5: Literatür Taramasına Ait Bilgilerin Özeti.....	59
Tablo 6: Ekonometrik Analizde Kullanılan Değişkenler ve Tanımları	61
Tablo 7: Panel Veri için Durbin – Watson Testi.....	63
Tablo 7.1: D-W testi karar tablosu	64
Tablo 8: Çoklu Doğrusallık Testi.....	64
Tablo 8.1: Çoklu Doğrusallık Testi (1).....	65
Tablo 8.2: Çoklu Doğrusallık Testi (2).....	65
Tablo 8.3: Çoklu Doğrusallık Testi (3).....	66
Tablo 9: Fark Denklemleri ile ÇDB Testi.....	67
Tablo 9.1: Fark Denklemleri ile ÇDB Testi (1)	67
Tablo 9.2: Fark Denklemleri ile ÇDB Testi (2)	68
Tablo 10: Değişen Varyans (Heteroskedasticity) Sınanması- White Testi.....	69
Tablo 11: Hausman Testi	70
Tablo 12: Sabit Etki Tahmin Sonuçları.....	71

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: McKinnon-Shaw Hipotezi	10
Şekil 2: Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizması	27
Şekil 3: Bankacılık Sektörü Bilanço Kalemleri	51
Şekil 4: Tefe-Tüfe Değişim Oranı.....	56
Şekil 5: Yıllara Göre Enflasyon Oranları.....	57

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
APİ	: Açık Piyasa İşlemleri
ARDL	: Auto-regressive Distributed Lag (Eşbütünleşme Sınır Testi Yaklaşımı)
BOE	: Bank of England (İngiltere Merkez Bankası)
ÇDB	: Çoklu Doğrusal Bağlantı
DİBS	: Devlet İçi Borçlanma Senedi
EDP	: Enflasyonu Düşürme Programı
EKK	: En Küçük Kareler
FED	: Federal Reserve System (Federal Rezerv Sistemi)
GATT	: General Agreement on Tariffs and Trade (Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Antlaşması)
GEGP	: Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
ITO	: International Trade Organization (Uluslararası Ticaret Örgütü)
NOEM	:New-Open Economy Macroeconomics (Yeni Açık Ekonomi Makroekonomisi)
SSK	: Sosyal Sigortalar Kurumu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TL	: Türk Lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
ÜFE	: Üretici Fiyat Endeksi

- VAR** : Vektör Otoregresyon
- VIF** : Variance Inflation Factor (Varyans Enflasyon Faktörü)
- WB** : World Bank (Dünya Bankası)
- WTO** : World Trade Organization (Dünya Ticaret Örgütü)
- ZKO** : Zorunlu Karşılık Oranı

ÖNSÖZ

1980 yılında başlayan serbestleşme hareketi dünya ekonomileri üzerinde etkili olmuştur. Ekonomi politikaları, globalleşme ile beraber yenilenmiş ve değişmiştir. Değişen ülke politikalarına her ülke kendine özgü yapısından dolayı aynı reaksiyonu vermemektedir. Serbestleşme sonrası ekonomik yapısı güçlü olmayan ülkelerde finansal kırılganlıklar ve krizler meydana gelmiştir. Yaşanan bu sorunlar ülkelerin gelişmişliğine göre her bir ekonomiyi farklı boyutta etkileyebilmektedir. Gelişmiş bir ülkede meydana gelen ekonomik sarsıntı, gelişmekte olan bir ülke ekonomisinde ağır hasar bırakabilmektedir.

1989 yılında finansal serbestleşme hareketi derinlik kazanmaya başlamasıyla önce gelişmiş sonra da gelişmekte olan ekonomilerde kendini hissettirmiştir. Serbestleşme her ülkede farklı sonuçlara neden olmaktadır. Bu nedenle üzerinde birçok çalışma yapılmıştır. Finansal sermaye akımları genellikle kısa vadeli ve spekülatif özellik göstermekle beraber, kendisine maksimum getiriyi sağlayan bölgelere hareket etmeyi tercih etmektedir. Dolayısıyla Türkiye' nin de içinde bulunduğu pek çok gelişmekte olan ülke ekonomilerini etkisi altına almıştır. Finansal serbestleşme sonrası sermaye hareketlerindeki kontrollerin kalkması, gelişmekte olan ekonomilere sermaye akımlarını hızlandırmıştır. Bu nedenle söz konusu ekonomilerin serbestleşme karşısında uygulayacakları politikaların belirlenmesinde, gerçekleşen sermaye akımlarının yarattığı sonuçlar bütün ayrıntıları ile değerlendirmeyi gerektirmektedir. Çalışmamızda, gelişmekte olan ekonomilerde finansal serbestleşmenin para politikalarına etkisi ekonometrik bir analizle incelenmiştir.

Tezimi hazırlama aşamasında benden değerli fikirlerini, desteğini ve güvenini esirgemeyen, bu zorlu süreçte mücadele gücümü ayakta tutan tez danışmanım Sayın Yrd. Doç. Dr. Özhan Tuncay' a, her zaman ve her koşulda yanımda olup, görünmez elim olan anneme teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim.

Nihan DEMİR

GİRİŞ

1970' li yıllarda başlayan finansal serbestleşme gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere 1980' lerde hız kazanıp yayılmıştır. Finansal serbestleşmenin özünde; kısıtlamaların kaldırılması, sermaye sıkıntısı yaşayan ülkelere sermayenin ulaştırılması, aynı zamanda kaynak dağılımında etkinliğin sağlanması amaçlanmaktadır.

Finansal serbestleşme sonrasında sermaye mobilitesindeki sınırlamaların ortadan kalkması mali piyasalarda aktiviteyi yoğunlaştırırken piyasa ve ekonomi üzerinde kırılganlığın yanı sıra risklerin oluşmasına da zemin hazırlamıştır. Çünkü kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması piyasalardaki güven ortamını sarsarak para politikasına duyulan güveni azaltmaktadır. Dolayısıyla Merkez Bankaları' nın para otoritesi fonksiyonu daralırken, ekonomi dışsal kaynaklı spekülatif ataklara maruz kalmıştır.

1980 yılında uygulanan 24 Ocak kararları Türkiye' de finansal serbestleşme sürecini başlatmıştır. Finansal serbestleşmeye ilk adım 1989 yılında 32 Sayılı Kararname ile atılmıştır. Bu süreçte artan sermaye hareketleri ülke ekonomisini etkilemiştir. Dışa açılım öncelikleri, döviz kuru, faiz oranı, mali piyasalar ve bankacılık faaliyetlerinin serbestleşmesi ile hayat bulup, ülkede serbestleşmenin ilk hamleleri olmuştur.

Yaşanan gelişmeler, finansal serbestleşme sürecinde uygulanacak para politikalarının önemini arttırmaktadır. Çünkü 1989 sonrası döneme bakıldığında serbestleşme ile birlikte enflasyon ve faiz oranlarında düşüş gözlenmemekle birlikte, kamu açıkları, ödemeler bilançosundaki dengesizlikler ve döviz piyasalarında istikrarsızlıklar çoğalmıştır. Finansal serbestleşmeden sonra gelişmekte olan ekonomilere gelen yabancı sermaye ülke ekonomisinde spekülatif ataklara neden olmuş ve krizlerin doğmasına zemin hazırlamıştır.

Bu çalışmanın amacı, finansal serbestleşmenin para politikası üzerindeki etkisini incelemek ve konuyu gelişmekte olan ekonomiler açısından ele almaktır. Çalışmamız üç bölümden oluşmuştur.

Birinci bölümde, finansal serbestleşme kavramı ve tarihsel süreç üzerinde durulmuş sonrasında finansal serbestleşme türleri ve teorik temellerden bahsedilmiştir. İkinci

bölümümüzde, para politikası teorik çerçevede anlatılmıştır. Merkez Bankası' nın uyguladığı politika stratejileri ve araçlarına ayrıntılı şekilde değinilmiş, aynı zamanda serbestleşme ile birlikte para politikasında meydana gelen amaç ve araç değışikliklerinden bahsedilmiştir.

Son olarak üçüncü bölümde, 2005- 2015 yıllık verileri ile gelişmekte olan ekonomileri kapsayan ve yüksek orta gelir grubuna dahil olan ülkelerin serbestleşme sonrası; enflasyon oranı ile finansal serbestleşme arasındaki ilişki, ekonometrik olarak analiz edilmiş ve yorumlanmıştır.

1. FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ

1970' li yıllarda ABD ve İngiltere' de başlayan finans piyasaları üstündeki denetim ve kısıtlamaların kalkması, dünya ekonomisine sirayet ederek finansal serbestleşmeye hız kazandırmıştır. Sermaye piyasalarının özgürleşerek uluslararası boyutta mal ve hizmet ticaretinin yanısıra sermaye hareketliliğini de gündeme getirmiştir. Bu bölümde ilk olarak ekonomik serbestleşme alanlarına ve finansal serbestleşme türlerinden bahsedilmektedir. Sonrasında finansal serbestleşme tarihsel olarak incelenip teorik yaklaşımlara yer verilmiştir.

1.1. EKONOMİK SERBESTLEŞME ALANLARI

Ekonomik serbestleşme hareketi, özünde devletin ekonomiye müdahalesinin kısıtlanarak ekonominin kendinden işleyen piyasa mekanizmasına bırakılmasıdır. Liberalizmin iktisadi hayata somut yansımalarıdır. Bu hareketin meydana gelmesindeki itici güç küreselleşme olgusudur. Globalleşme ülkeler arası entegrasyonun doğmasına neden olmuş böylece ülkeler norm ve kurumlarını baştan dizayn ederek ekonomilerine yön vermişlerdir. Serbestleşme ilk olarak ticari alanda başlayıp daha sonra finansal boyuta ulaşmıştır.

1.1.1. Dış Ticaretin Serbestleşmesi

Ekonomik serbestleşmenin iki basamağı vardır. Ticaretin serbestleşmesi bu basamaklardan ilkinin oluşturur. Liberalizasyon düşüncesinin hâkim olmadığı dönemde uluslararası ticaret kontrol altında tutulmaya çalışılmıştır. Bu kontrol ve sınırlamalar kotalarla, tarifelerle, vergilerle ve tahditlerle sağlanmıştır. Ancak bu durum refah seviyesini düşürdüğü ve üretim verimliliğini azalttığı için dünya ticaretinde liberalizasyona gidişin zenginliği arttıracığı düşünülmüştür. *“Uluslararası ticaretin liberalizasyonu konusunda iki farklı yaklaşım vardır: Bunlardan birincisi “Uluslararası Yaklaşım”, ikincisi “Bölgesel Yaklaşım” dır. Uluslararası yaklaşımın amacı, dünya ticaretinde liberalizasyonu sağlamaktır”* (Tunç, 2004: 4).

“Bölgesel yaklaşım ülkelerin kendi aralarında yaptıkları yapılandırmalarla ticarete getirmiş oldukları prensipleri temsil etmektedir. Avrupa Birliği bölgesel yaklaşıma örnek olur. Diğer bir deyişle Avrupa Birliği’ne üye ülkelerin aralarında yaptıkları düzenlemelerle birlik içinde ticarete serbestliğin gerçekleşmesine karşılık birlik dışındaki ülkelere karşı koyulan tahditler, vergiler, sınırlamalar da dahil edilmiştir” (Kavas, 2011: 7).

1850’lerde başlayan ve I. Dünya Savaşı’ na kadar olan dönemde dünya ekonomisi durgun ve içe kapanık bir süreç yaşamıştır. Savaşın yol açacağı zararı engellemek için ülkeler korumacılığa yönelmiştir. Bu süreçte ülkelerin politika anlayışı işbirliği yerine rekabet olmuştur. Dış ticaret avantajı nedeniyle ülkelerin aralarında devalüasyon yapmaları dünya piyasasını daraltmıştır.

II. Dünya Savaşı’dan sonra tüm ülkelerde bu politikaların olumsuz yanları görülmüştür. Sonrasında Bretton-Woods’ ta toplanarak dünya ekonomik yapısı oluşturulmaya başlanmıştır. Bretton- Woods’ tan sonra iki önemli kuruluş olan IMF ve Dünya Bankası meydana gelmiştir. Kurumlar finans sisteminin nüvelerini oluşturmuştur. Yaşanan kaos ortamından sıyrılmak için ülkeler belirli girişimler de bulunup, özellikle uluslararası ticareti serbestleştirmek ve dış politikalarını belirlemek için örgütler oluşturmuşlardır. 1947-1948 yılları arasında Küba’ da elli kadar ülkenin katılımıyla Uluslararası Ticaret Örgütü (ITO) ‘nün kurulması kararlaştırılmıştır. ITO ülkelerin iç politikalarına müdahale ettiği için kabul edilmemiştir. Başta ABD olmak üzere büyük ülkelerin onaylamaması sonucu geçici bir anlaşma olan Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (General Agreement on Tariffs and Trade: GATT) bu şekilde ortaya çıkmıştır. *“GATT’ ın hedefi, üye ülkeler arasında ticaretin libere edilmesi, gümrük vergilerinin düşürülmesi, sınırlandırmaların kaldırılması ve dış ticaret rejiminin serbestleştirilmiş olmasıdır”* (Kaymakçı, 2007: 11-12). Dünya Ticaret Örgütü (WTO) 1995’ e gelindiğinde GATT’ın yerini almıştır.

WTO, GATT’ ın Uruguay Görüşmeleri’ nde kurulmuştur. Geçici bir anlaşma olarak ortaya çıkan GATT, WTO ile yasal zemine oturtulmuştur. WTO’ nun ana faaliyeti dünya ticaretini serbestleştirmektir. GATT’ tan devraldığı iki önemli madde: En çok kayrılan ülke ve ulusal işlem kuralıdır. Bu iki kuralı somutlaştırırsak;

“En fazla kayrılan ülke kuralı; bir üye ülkenin diğerine verdiği bir ticari ayrıcalığı ya da sağladığı bir kolaylığı, arasında en fazla kayırılmış ülke anlaşması bulunan

diğer tüm ülkelere de aynen sunmaktadır. Serbest ticaret bölgesi ve gümrük birliği kapsamında üye ülkelere karşı tarifelerin sıfırlanması bu kuralın dışında tutulmuştur. İkincisi ise, ulusal işlem kuralıdır ve yurt içinde uygulanan vergi ve öteki müdahalelerde yerli mallarla yabancı mallar arasında ayırım yapmadan hepsine yapılacak uygulamanın aynı olması ifade edilir. Sonuç olarak, ticaretteki bütün bu engellerin ve ayrımcılığın kaldırılması ile uluslararası ticarete serbestleşme sağlanır. Böylece tüm ülkelerin faydalanabileceği küresel ticaret hacmi artar” (Seyidoğlu, 2009: 218-219).

1.1.2. Finansal Serbestleşme

Serbestleşme, devletin ekonomi üzerindeki otoritesinin sonlanması ya da ekonomiyi özel sektöre bırakması anlamına gelmektedir. Bunun anlamı; devletin gücünü etkin kullanamaması ve yönetememesidir. Şayet bu yetki devletin elinden alınırsa ekonominin içinde bulunduğu kaosu biteceği görüşü hakim olmaktadır. Serbestleştirme sürecinin uygulamadaki göstergesi özelleştirme olmuştur. Bu uygulama ilk olarak gelişmiş ekonomilerde kendini göstermiştir (ABD ve İngiltere örneği). SSCB'nin yıkılmasıyla ivme küresel boyuta ulaşmıştır. 1980' lerde devletin düzenleme ve yetki gücünden arındırılması deregülasyon kavramını ortaya çıkarmıştır.

Gelişmekte olan ekonomiler kalkınma ve büyümelerini arttırma maksadıyla yabancı sermayeye ihtiyaç duymuştur. Böylece yabancı sermayeye kapı aralayarak doğrudan yatırım ve portföy şeklinde finansman sağlanmıştır. Küreselleşen sermaye, ülkelerin borç sıkıntısı yaşamasında etken faktör konumuna gelmiştir. “*Finans piyasalarının serbestleşmesi ve konvertibil olması, uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımlar finans piyasalarında yer almıştır*” (Tükel, 2007: 17-18). Bu gelişmelerin artması ile finansal küreselleşme üzerinde yoğunlaşmıştır.

Neden böyle bir değişime ihtiyaç olmuştur sorusuna; 1980' lerde benimsenen Neo-klasik görüş yanıt vermiştir. Bu görüşe göre; yurtiçi tasarruf eksikliği yatırımları azaltacak ve büyümenin gerçekleşmesi için yabancı tasarruflarla yatırım desteklenecektir. Mekanizmaya göre, tasarruf sıkıntısının bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerde faiz oranları yükseltilerek, tasarruf fazlası olan dış ülkelerin sermayesini çekerek işlemektedir. Buradaki amaç büyüme ve istihdamın olumlu etkilenmesidir.1980' lerin sonunda

liberalizasyon politikasının belirlenmesi sermaye mobilitasını arttırmıştır. Dolayısıyla gelişmekte olan ekonomilere portföy çeşitliliği, etkin kaynak kullanımı ve verimliliği uluslararası boyutta arttıracak yararlar sağlamıştır.

Durgun' a göre (2007) “1970’li yıllardan itibaren finansal politikalar ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki tartışılmıştır. Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası, gelişmekte olan ülkelerde uyguladıkları politikalarda, finansal yeniden yapılanmaya önem verir; bu amacı gerçekleştirmek için finansal serbestliği vurgulamaktadırlar. Finansal serbestlik bir zorunluluk haline geldiği için uygulanan politikalar her ülkede aynı sonucu vermeyip, bundan en fazla gelişmekte olan ülkelerdeki yoksul kesim etkilenmiştir. Geçiş sürecinde, finansal kurumların gerekli düzenlemelerden yoksun kalması ve yeteri kadar dikkat gösterilmemesi başarı oranını düşürmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde, makroekonomik istikrar sağlandıktan sonra finansal kuruluşları denetleyen ve düzenleyen bir kuruluşun varlığı, sistemin daha düzenli ve güvenilir çalışmasını sağlamaktadır. Finansal baskı arzulanmamakla birlikte, özellikle yoksullar açısından, literatür bize tam serbestleşmenin her zaman sağlıklı olmadığını göstermiştir. Yetersiz düzenleme ve denetleme, finansal kuruluşların daha fazla risk almasını teşvik etmekte, bu da ekonomik genişlemeye rağmen krizler ve yetersizliklerin ortaya çıkmasına yol açmaktadır.”

Literatürde finansal serbestleşme iki alana ayrılmıştır. Bu alanlar iç ve dış finansal serbestleşmedir.

1.1.2.1. İç Finansal Serbestleşme

Finansal serbestleşme kademeli olarak ilk önce iç finansal serbestleşme olarak başlar. Ekonomistler, bu süreç tamamlandıktan sonra dış finansal serbestleşmeye geçilebileceğini vurgulamışlardır. Bu bağlamda iç finansal serbestleşme; “özellikle faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılmasını, kredi dağıtım mekanizmasının piyasaya bırakılmasını, kambiyo rejiminin terk edilmesi ve bankalara hiçbir kısıtlama altında kalmadan, vermiş oldukları hizmetleri fiyatlayabilme imkânının verilmesi gibi uygulamaları içermektedir” (Çetin, 2010: 6).

1.1.2.2. Dış Finansal Serbestleşme

Ülkedeki yerleşiklerin borç yükümlülüğü ya da varlık elde etmelerini yabancı parayla gerçekleştirmesi, yerleşik olmayanların finansal faaliyetlerini daha kolay yapmalarını sağlayan politikaya dış finansal serbestleşme veya finansal açıklık denir.

“Ülkeler arasında farklılıklar olmasına rağmen, gelişmekte olan birçok ülke, bazı gelişmiş ülkelere, yabancı fon sağlayabilmek için daha serbest kurallara yönelmektedir. Finansal serbestleşme sonucu yukarıda belirttiğimiz işlemler çoğunlukla ilk adımı özel sektörün dışardan borçlanmasına izin verilmesiyle başlar. Yurtiçi finans piyasalarının önemli ölçüde kamu kesimi tarafından kontrol altında tutulduğu dönemlerde birçok ülkede yerleşiklerin dışarıdan borçlanmasına izin verilmiştir. Bu dönemde, bankalar uluslararası sermaye piyasaları ile yerleşik borçlanmalar arasında aracılık işlevi görmektedir. Yurtdışı işçi dövizleri gibi önemli döviz geliri olan ülkeler döviz ihtiyacını yurtdışından borçlanma yerine bu dövizleri kullanıp, yurtdışı döviz mevduatlarını avantajlı vade ve faiz oranları ile devlet garantisine bırakmaktadır” (Öztürk ve Kuşçu, 2010: 14).

Dolayısıyla bunun anlamı; dış finansal serbestleşmenin sağlanmasıyla döviz kurları piyasada belirlenerek müdahaleler azaltılmıştır. Dış finansal serbestleşme ile sağlanan sermaye mobilitesinin gerçekleşmesi için para piyasası ve kamu finansmanının dengesinin sağlanması gerekmektedir.

Dış finansal serbestleşme ile uluslararası sermaye hareketliliği üzerindeki sınırlamalar hafiflemiştir. Böylece finansal sistemin içerisinde olan bankalar, sermayenin bir ülkeden diğerine geçişine aracılık etmektedir. Bunu banka kredilerinin sektörler arası aktif dağılımı ile sağlamaktadır. Dış finansal serbestleşme sonucunda;

✓ Sınırlamaların azalması ile birlikte yurtiçine hem yerleşik olanlardan hem de yerleşik olmayanlardan kaynaklı sermaye girişi elde edilmiştir.

✓ Yerleşikler ülke dışına kolaylıkla kaynak transferinde bulunup, yabancı varlık hesabına sahip olmuştur. Yerleşik olmayanlar da borç kaynağını finansal piyasalardan temin etmektedirler.

✓ Sözü edilen bu serbestleşme uygulamalarının gerçekleşmesi için ulusal paraya konvertibilite tanınmalıdır. Yani yerleşikler yurtiçinde yabancı paralar üzerinden bütün işlemleri resmi makamların iznine gerek olmadan dönüştürebilmelidir.

“Yukarıdaki üç unsurdan ilk ikisi, sermaye akımlarının serbestleştirilmesinin gereği iken üçüncüsü, ilk ikisi ile birlikte tam finansal serbestleşmeyi oluşturur. Yurtdışı finansal serbestleşme ile, yurtiçinde yaşayanların dış piyasalardan serbestçe borçlanabilmesi ve dışarıya serbestçe sermaye transfer edebilmeleri, yabancı paralar üzerinden serbestçe bütün işlemleri gerçekleştirip yabancıların ulusal finans piyasalarından serbestçe borçlanabilmeleri ve bu piyasalarda plasman yapabilmeleri sağlanmıştır” (Çetin, 2010: 8-9).

Ülkelerin finansal serbestleşmeyi desteklemelerinin nedenleri ise;

- ✓ Sermaye mobilitesinin üzerindeki kısıtlamaların hafiflemesi sonucunda faktör verimliliğinin artacağı düşüncesi,
- ✓ Etkin kaynak kullanımı,
- ✓ Portföy çeşitlenmesi ile olabilecek şokların önüne geçilmesi,
- ✓ Sermaye hareketliliği serbestliği sonucunda verimlilik artışı ve piyasalardaki rekabet etkisiyle uzmanlaşmanın gelişeceğini düşünülmesidir.

1.2. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TARİHÇESİ VE TEORİK YAKLAŞIMLAR

Serbestleşme kavramının ortaya çıkışı iktisat okullarının öncülüğünde gerçekleşmiştir. Monetarist (Chicago) okuldan M. Friedman ile Avusturya okulundan W. Hayek ekonomik faaliyetlerin devlet baskısından arınmasına dikkat çekmişlerdir. 1980’li yıllardan sonra serbestleşmenin hız kazanmasıyla kurallardan sıyrılma anlamına gelen “ deregülasyon” artık devlet kontrolünden çıkma anlamında kullanılmıştır.

Friedman ve Hayek ‘ e göre devletin müdahaleleri sınırlandırılmalı hatta uluslararası boyutta olmalıdır. Friedman, Keynes’in müdahaleci devlet anlayışını Frankenstein’a benzetecek kadar ağır eleştirilerde bulunmuştur. Parasalcı görüş, devletin refahının sağlanması için “görünmez elin” işlerliğini savunmaktadır. Hayek ve Friedmana göre devletin müdahaleleri şu konularda sınırlandırılmalıdır;

“Devlet, vatandaşlarının iç ve dış güvenliğini, hukukun sürekliliğini sağlayıp, özel antlaşmalara uyulmasını ve rekabetçi piyasaların güçlendirilmesini ve para sisteminin kontrolünü amaçlar. Bazı yüksek maliyetli ya da dışsallıklar yaratan ve tüm toplumun yararına olan hizmetleri üstlenir” (Dağdelen, 2004: 11).

Finansal serbestleşme küreselleşmenin bir unsuru olarak gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru yaygınlık göstermiştir. Finansal serbestleşme; sermaye hareketlerinde sınırlamaların kaldırılması ve finans piyasalarının gelişerek birbiriyle entegre olmasıdır. Bu da küreselleşmenin unsuru olmasının yanında sürece ivme katmıştır. *“Finansal globalleşme 1980’ lerde dünya ekonomisine damgasını vuran gelişme olmuştur. Ayrıca uluslararası özel finansal sermaye akımlarının gelişmesi, bu on yılı finansal entegrasyonun (Finansal Globalleşme) altın dönemi yapmaktadır”* (Ongun,

1993: 35). II. Dünya Savaşından sonra yeni bir düzen oluşturulmuştur. GATT görüşmeleri gümrük vergilerinde indirimler sağlamıştır. Dolayısıyla uluslararası mal ve hizmet ticareti hızlandırılmıştır.

“Dış ticarete oluşan bu serbestleşme uluslararası sermaye hareketleri önündeki engelleri kaldırıp serbest dolaşımı sağlar. Piyasaların serbestleşmesi ve sermaye hareketlerinin artması otoritenin piyasayı kontrol gücünü azaltmış ve devletlerden piyasaya doğru bir yönelim ortaya çıkarmıştır” (Ceylan, 2011: 44).

“Finansal serbestleşme 1970’lerin başında, Bretton Woods sisteminin çökmesi ve devletin ekonomiye müdahalesine karşı olarak McKinnon(1973) ve Shaw (1973) önderliğinde meydana gelmiştir ” (Dalkılıç, 2015: 9).

“1970’li yıllar itibariyle ekonomide yaşanan ciddi gelişmeler gözle görülür hale gelmiştir. Özellikle, gerek genel ekonomi gerekse mali piyasalar da bu değişim ve gelişimden etkilenmiştir. Bu değişim ve gelişimlerin en çarpıcı olanı, ulusal ve uluslararası düzenlemelerde ortaya çıkanlar olmuştur. Her iki tarafta da konu, devletin ekonomi üzerindeki rolünün azaltılması yönünde toplanmıştır. Sanayileşmiş ülkeler başta olmak üzere, birçok gelişmekte olan ülkelerde bu kervana katılmış ve 1980’li yıllardan itibaren uluslararası düzeyde adeta serbestleşme rüzgârı esmiştir” (Alp, 2002).

“Finansal serbestleşme sürecinde en esaslı gelişme 1980’lerin ortaları ve 1990’ların başlarında meydana gelmiştir. Öyle ki bütün dünyada finansal serbestleşme, en kapalı ülkeler olan Japonya ve Kore dâhil olmak üzere serbestleşmeye başlamıştır. Dünya Bankası ve IMF’nin finansal ve reel anlamda serbestleşmeye önemli derecede vurgu yapmaları bu süreci daha da hızlandırmıştır” (Dalkılıç, 2015: 9).

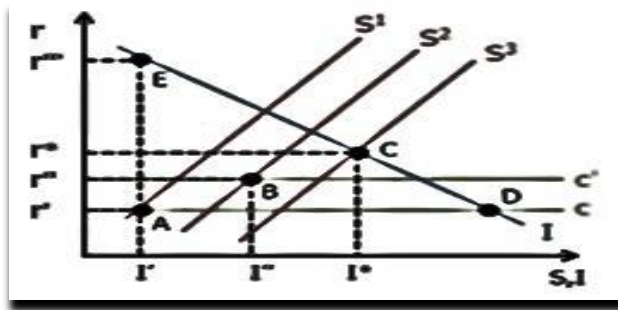
1.2.1. Neo- Klasik Yaklaşım

Neo-klasik yaklaşım, finansal baskı kuramı olarak da adlandırılır. Finansal serbestleşmenin ülkenin büyüme oranını ve gelişmişlik düzeyini arttırdığını savunan bir yaklaşımdır. Destekleyicileri tarafından yapılan çalışmalarda finansal serbestliğin uygulamalarının artması finansal araç türlerinin gelişimini sağlamakta, tasarruf ve yatırımların çoğalmasıyla ülke ekonomilerinde büyüme rakamlarının yukarı doğru taşınacağı savunulmuştur. Neoklasik yaklaşıma göre sermaye üzerindeki baskıların kırılması, sermayenin bol ama getirisinin az olduğu yerden sermayenin az bulunduğu fakat getirisinin çok olduğu yere akmasına sebep olmaktadır. Meydana gelen bu sermaye

mobilitesi finansal derinliği arttırıp, ÷lkeler arası faiz oranlarını eşitlemekte ve gelişmekte olan ÷lkelerin bñyñmesinde rol oynamaktadır (Dalkılıç, 2015: 11).

McKinnon-Shaw finansal serbestleşme teorisinin temelini oluşturmuştur. McKinnon ve Shaw çalışmalarında finansal baskının ortadan kalkması halinde kaynak dağılımının etkinleşeceğini ve dolayısıyla ekonomik gelişmenin hızlanacağını savunur. Hipotezin kokeni ödñnç verilebilir fonlar teorisineyle temellendirilir. Bu teoride tasarruf ve reel faiz oranları pozitif yönlñ, yatırım ve faiz oranları negatif yönlñdñr. Yani reel faiz oranları artarken tasarruflarda artar ancak yatırımlar söz konusu olduğunda tersi durum geçerli olmaktadır. Faiz oranlarında dñřñş meydana geldiğinde tasarruf oranları azalırken yatırımlar artar. Aşağıdaki grafikte şematik olarak gösterilmiştir.

şekil 1: McKinnon-Shaw Hipotezi



(Dalkılıç, 2015: 12)

Söz konusu yaklaşımın temeli ödñnç verilebilir fonlara dayandırılmaktadır. Ödñnç verilebilir fonlar teorisinde, tasarruflar (S) reel faiz oranlarının (r) pozitif, yatırımlarsa (I) reel faiz oranlarının negatif fonksiyonudur. şekil 1. de görñldñđü gibi reel faiz oranları artarken, tasarruflar da artar ancak yatırımlar azalmaktadır. Aksi durum olduğunda yatırımlar artarken tasarruflar azalmaktadır. şekildeki C doğrusu finansal baskıyı göstermektedir. Faiz oranlarının sabit olmasının nedeni finansal baskıdır. Böylece piyasa faizi reel faizi açmaktadır. Faizler (r') düzeyine ulaşır ve bu düzeyde tasarruflar S^1 , yatırımlar da I' kadardır. Gerçekleşen yatırım AD kadardır. B' ye geldiğinde finansal baskı azaltıldığı için faiz r'' , tasarruflar da S^2 konumuna gelmiştir.

1950'li yıllardan sonra gelişmekte olan ÷lkelerde finansal baskı hâkim olmuş ve böylelikle tasarruflar azalırken ÷lkeden sermaye çıkışı gözlenmiştir. Ekonomik gelişimin vñcut bulması ise finansal piyasaların serbestleşmesi ile gerçeğeşmektedir. Bunun

anlamı; finansal baskının yerini serbestliğe bırakmasıyla faizler artmış dolayısıyla tasarruflardan istenen sonuç alınmıştır.

Özetle, McKinnon-Shaw az gelişmiş ülkelerde finansal baskının çokça hissedilir olduğunu ve bu nedenle serbest piyasa durumunun söz konusu ülkelerde var olmadığını göstermişlerdir. Devletin her alanda aktif olmayan dağılımı fon ihtiyacının artmasına neden olup finansal baskı oluşmasını güdülemektedir. Bunun sonucunda devlete ucuz fon sağlanabilmektedir. Artan tüketim, tasarrufları kırmakta ve getirisi yüksek olmayan yatırımlara sürüklemektedir. Bu şartlar altında tasarruflar alt sınırdaki kalmakta ve fonların borç verilebilirliği kısıtlanmaktadır. Neticede kredi tayinlaması* ile karşılaşılmış, bu nedenle ekonomik büyüme ve yatırımlar yavaşlamıştır (Öztürk ve Kuşçu, 2010: 12; Keskin, 2008: 16).

1.2.2. Yapısalcı Yaklaşım

Yapısalcı yaklaşım neoklasik yaklaşıma birebir zıttır. L. Taylor kuramının önderidir. Finansal baskının ortadan kalması halinde büyümenin bundan olumsuz etkileneceğini ve enflasyon oranlarını arttıracaklarını öngörmüştür.

1980'ler süresince yapısalcılığın arkasında duranlar finansal gelişmişliğin ekonominin hızını kestiğini serdetmişlerdir. Büyüme yavaşlatan durumları üç madde ile tanımlamışlardır (Kılıç, 2012: 119-120).

I. Finansal liberalizasyon ile artan kredi faizleri sermaye ihtiyaçlarını borçlanarak karşılayan firmalar için, üretim maliyetlerinin yukarı çekilmesidir (faiz giderleri arttığı için). Faiz oranlarında beklenmedik bir artış olduğu takdirde arz şoku meydana gelecek bu da toplam talebi daraltıp üretimin azalmasına neden olmaktadır. Durgunluk ve enflasyonun bir arada görüldüğü stagflasyonist sürece zemin hazırlanmıştır.

II. Finansal gelişmişliğin muvaffakiyete ulaşması için üretken olmayan aktiflerde bulunan tasarrufların banka mevduatlarına geçmesi gerekmektedir.

*Borç alanın belirtilen faiz oranından ya da daha yüksek bir faizden ödemeye razı olmasına rağmen borç verenin kredi vermektan kaçınması veya belirtilen kredi tutarından daha az tutarla kısıtlamasıdır.

III. GOÜ' de finansal piyasaları dual yapıdadır. Bundan ötürü finansal serbestlik verimli bir sonuca ulaşmamıştır.

Toplumun temel yapısında sorun varsa ekonominin istikrarsızlık yaşaması yapısalci yaklaşıma göre beklenen son olmuştur. Özellikle GOÜ' in ekonomik, toplumsal, kurumsal ve sosyal yapısında var olan sıkıntılar ekonominin büyüme gücünü azaltmıştır. Gelişmekte olan ekonomilerin karşılaştıkları yapısal sorunlar ekonomik alana da ulaşp problem oluşturmaktadır.

Yapısalci yaklaşım geliştirmekte olan ülkeler için finansal serbestleşmeyi istikrarsızlık nedeni olarak görmektedir. Bunun nedeni ise, finansal baskının ortadan kalkıp faiz oranlarındaki artışın önüne geçilememesidir. Ayrıca finansal gelişmişliğin ekonomik bağımlılığı meydana getirmesi, yerli firmalar üzerinde haksız rekabete yol açması ve aniden gelişen spekülative atakların ülke piyasasının kırılganlığını daha da arttırmasıdır (Atamtürk, 2007: 79). Bunlardan dolayı yapısalcılığı destekleyenlere göre, finansal serbestleşme yerine piyasalar finansal baskı altına alınarak faiz oranlarının artışına mani olunmalı ve böylece ekonomik büyüme ve gelişim sağlanmalıdır.

Taylor ve Van Wijnbergen'in öncülüğünde Yeni Yapısalci yaklaşım McKinnon-Shaw yaklaşımının karşısında yer almıştır. Bu yaklaşım, faiz giderini işletme sermayesi maliyetine dâhil eder. Dolayısıyla serbestleşme sonucunda faiz oranlarında artış meydana gelir ve üretim maliyeti artar. Gelişmekte olan ülkelerde bu durum mark-up* fiyatlama ile sağlanmaktadır. Yani, üretim maliyetinde meydana gelen artışı bu teknikle fiyatlara yansıtılmaktadırlar. Özetle; finansal serbestleşme faiz oranları arttırıp, enflasyonun hızlanmasını güdülemiştir.

Gelişmekte olan ülkelerde resmi piyasaların yanı sıra gayri resmi piyasalarda yer almaktadır. Yapısalci kuram gayri resmi piyasalarda fon arz ve fon talebi açısından yer alır. Dolayısıyla mevduat sahibi bu iki piyasa da dâhil olurlar. Eğer finansal serbestleşmeye izin verilirse faiz oranları artacak ve mevduatlar resmi bankacılık kesiminde toplanan fonları arttırırken, gayri resmi kesimde fon toplamında düşüşe sebep

*Eksik rekabet koşullarında firmanın, üretimin ortalama maliyetine belirli bir oranda kar ekleyip fiyatı oluşturmasıdır.

olacaktır. Bu şekilde gayri resmi piyasadan bankacılık sistemine fon transferi gerçekleştirilmektedir. Bu süreç yatırıma dönüşebilecek kaynakları fakirleştirip, yatırımın azalmasına ve büyümenin engellenmesinde rol oynamıştır (Eser, 1993: 90).

1.2.3. Neo-Keynesyen Yaklaşım

Yeni Keynesyen yaklaşıma göre uzun vadede finansal serbestleşme tasarruf ve yatırımları arttıran bir güç değildir. Serbestleşme her zaman enflasyon oranını düşürüp aynı zamanda büyüme ve gelişmeyi arttıran bir faktör olarak gerçekleşmeyebilir. Bu durum gelişmekte olan piyasaların kendine özgü kırılğan yapısından kaynaklanmaktadır (Dalkılıç, 2015:15).

Finansal piyasaların asimetric bilginin olmadığı varsayımı altında çalıştığını savunan McKinnon-Shaw Hipotezi'nin aksine Yeni Keynesyen Yaklaşım bunu eleştirmiştir. Çünkü Yeni-Keynesyen Yaklaşım' a göre; finansal piyasalarda asimetric bilgi kaçınılmazdır. Bunun sonucunda kredi verenler az bir bilgiye sahip oldukları için getirisi düşük ve risk oranı yüksek projelere fon kaynağı sağlayıp aslında bilmeden daha riskli duruma maruz kalmaktadırlar. GOÜ'lerde finansal piyasaların gelişmemiş olması asimetric bilgiyi arttırmıştır. Böylece kredi verenler asimetric bilgiden zarar görmemek için kredi tayinlemesini tercih etmektedirler (Kılıç, 2012: 121).

Neo-Klasik yaklaşım tam istihdam koşullarında finansal liberalizasyonun gerçekleştiği savını öne sürerken, Neo-Keynesyen yaklaşım bunu sorgulamıştır. Çünkü bir ekonomide eksik istihdam koşulları da olabilir. Bu durumda finansal serbestleşmeden beklenen pozitif etki zor sağlanmaktadır (Atamtürk, 2007: 78).

1.2.4. Post- Keynesyen Yaklaşım

Neo-Keynesyen yaklaşım ile Post Keynesyen yaklaşım arasındaki fark beklentilerdir. Bu yaklaşıma göre asimetric bilgiden kaynaklanan belirsizlik ortamında ekonomik birimlerin beklentileri içsel olmaktadır. Yani Post Keynesyen savunucuları geleceğin belirsizliğini öngörmüşlerdir. Bu ortamda, spekülative ataklara karşı savunmasızdır. Post Keynesyen yaklaşım Neo-Klasik yaklaşımla çatışmaktadır. Çünkü;

Post Keynesyen yaklaşıma göre finansal baskının ortadan kalkması halinde; sermaye mobilitesinin artması spekülative hareketlere hız katacak ve ekonomi bu durumdan negatif yönde etkilenecektir (Dalkılıç, 2015: 16).

Post Keynesyen yaklaşım liberalizasyonun sermaye hareketliliğini arttırdığı ve ülkenin bu durumdan zarar görüp ekonomisinin krizle burun buruna geldiğini ortaya koymaktadır. Ülkede gerçekleşecek politika değişikliğinde muhakkak ülkenin yapısal faktörlerinin de düşünülmesi gerektiğini ileri sürmüştür.

Yukarıda belirttiğimiz gibi Post Keynesyen düşüncenin çıkış noktası gelecek hakkında net bilginin olmayışıdır. Aslında burada yatırımların istikrarsızlığının altı çizilmektedir. Böyle bir durumda finansal serbestliğin hız kazanması spekülative yapıyı peşinden sürükler. Bunun sonucu da beklentiler farklı olacağı için yatırımın niteliği azalır. Dolayısıyla finansal dışa açılma faiz oranlarını yukarı çeker ve spekülative beklentileri arttırmaktadır. Beklentinin bu şekilde değişmesi kredi sağlayıcılar açısından negatif sonuca sebep olmuştur. Çünkü fazla getiri beklentisi kredi verenleri daha yüksek risk ve tutarsız yatırım ortamına çağırılmaktadır (Atamtürk, 2007: 78-79).

1.2.5. Spekülative Gelişme Modeli

1995 yılında Grabel tarafından geliştirilen modeldir. Spekülative Gelişme Modeli, Neo ve Post Keynesyen yaklaşımlarının harmanlanmış şeklidir. İlene Grabel gelişmekte olan ülkelerde uygulanan liberalleşme politikalarının etkisinin arz ve talep yönlü sonuçlara neden olduğunu savunmaktadır.

Talep yönünden ele aldığımızda finansal serbestleşmenin yatırımcılara yüksek kredi faizi üzerinden olanak sağladığı görülmüştür. Serbestleşme sonucu artan faizler, yatırımı etkilemektedir. Bu noktadan hareketle daha düşük getirili ve düşük riskli yatırımlar değerlendirme dışı kalmaktadır. Sonuçta, kredi sağlayıcılar ortalama kalitesi daha düşük bir borç kesimi ile karşılaşmıştır (Tükel, 2007: 28).

Arz cephesine baktığımızda, finansal kurumlar serbestleşme sonrası rekabetçi baskılar altında kalmışlardır. Bunun anlamı, finansal kurumların onaylamadıkları projeleri fonlamaya zorlamalarıdır. Sonuç olarak daha önce tedbirli davranan kurumlar spekülative

finansmana başlamıştır. Bu durum yanlış kaynak tahsisine yol açıp uzun dönemde ekonomik büyümeyi durdurmuştur.

1.2.6. Marksist Yaklaşım

Marx para ve kredi sistemini birbirinden farklılaştırmıştır. Marx'a göre Kapitalist üretimde para, kredinin mahsulüdür. Marx bu nedenle para kuramına krediyi bağlamıştır (De Brunhoff, 2009: 83). Toplumda kredinin algılanışı çoğu ekonomik çevrede maddeselliğin dışında tutulmuştur. Yani bireyler arası direkt güven ilişkisinin baz alındığı gözlemlenmektedir. Bu nedenle kapitalizme zıttır. Sosyalizm kökenli olup uygulama alanı kapitalizmdir. Sistem başkalarının paralarını ihtiyacı olan kesimle bütünleştirmektedir (Hilferding, 1995: 279) . Marx'ın açısından bu konu faktör unsuru ile ilişkilendirilmiştir. Bunun nedeni faktörlerin değer kavramının kökenini oluşturmasıdır. Marx'ın değer mefhumu üretim bağlamında ehemmiyet arz etmektedir. Çünkü üretim araçlarını elinde bulunduranlar üretim formunu oluşturmuştur. Bunun yanı sıra üretici güçlere dâhil olan finansal güçleri değerlendirme dışında bırakmıştır.

Değişik endüstrilerde kar oranlarının farksızlaşmasını sağlama açısından kredi bir araç rolündedir. Bu oluşumu sağlayan güç sermaye mobilitesi olmuştur. Ardından sanayi kapitalistlerinin kredi sistemine ihtiyaç duyması finansal kapitalistlerinde mükâfatlandırılmalarını gerektirmiştir (De Brunhoff, 2009: 101). Finans kapital kavramı iki ayrımla şekillenir. Bunlar sermayenin yoğunlaşması ve sermayenin merkezileşmesidir. İki nosyon birbiri ile karıştırılmamalıdır. Sermayenin yoğunlaşması nicelikle ilgili olurken, sermayenin merkezileşmesi niteliklidir. Merkezileşen sermaye büyük şirketler gibi belirli ellerde toplanmaktadır. Bu üretken sermaye rekabet artışında itici bir güçtür. Sermayenin merkezileşmesi krediye (para-sermaye) olan gereksinimi çoğaltmıştır. Böylece ekonomik ilişkilerde para, sadece kredi fonksiyonu gayesi ile elde tutulan bir kümelenme meydana getirmiştir. Dolayısıyla mevcudiyetinin kökeni üretken sermayeye dayanan bir para-kapitalist sınıfının varlığına neden olmuştur. Gerek aşırı kredi ihtiyacı, gerekse bunun getirdiği maliyetler sonucunda, sermayenin daha da merkezileşmesine yol açıp anonim şirketlerin kurulmasına zemin hazırlanmıştır (Ercan, 1997: 16).

Başlangıçta *kişisel girişim* ile *anonim şirket* arasındaki fark sorgulanmamıştır. Gerçekte bu farklılıklar modern kapitalizmi anlamak için önemlidir. İlk olarak sanayi şirketleri göze çarpmaktadır. Bu şirketler de sanayici kapitalistin görevinde meydana gelen değişimi yansıtabilmelidir. Çünkü bu değişim sanayi işlevini terk edip sanayici kapitalistine dönüşümdür. Meydana gelen hadise işlev değişimidir. Yani anonim şirkete yatırılan sermaye kapitalist açısından yalnızca *parasal sermaye* gibi görünmektedir (Hilferding, 1995: 171). Marx açısından büyük firmaların elde ettikleri karlar sonucunda yatırımlar oluşmuştur. Dolayısıyla bu durumda peşinde reel sermaye birikimini getirmiştir. Sanayi kapitalistlerini tekellerde konumda gördüğü için tasarruflar bu noktada referans olmaktadır. Böylelikle finansal derinliğin menşeyini birikimler tekvin etmiştir. Aynı görüşe sahip olan bir diğer ekonomist Luigi Pasinetti’dir. “*Pasinetti büyüme aşamasında bölüşüm-birikim ilişkilerini incelemiştir. Çalışmasında kapitalistlerin biriktirdikleri ve yatırdıkları tasarruflar karşılığında kâr elde ettiklerini, ancak işçi sınıfının tasarruflarına rağmen gelir elde edemediklerini vurgulamıştır. Yani, işçi sınıfının tasarruflarını bir nevi bağısladığını ileri sürmektedir*” (Uysal, 1997: 42).

Başkaya’ nın yaptığı çalışma; küreselleşmeyi, son dönemde sermaye hareketliliğinin sınır tanımayıp gelişmesi olarak açıklamaktadır. Sermayenin dünya çapında yeniden anlam değişikliğine gitmesini, küreselleşme olarak yorumlamıştır (Başkaya, 2006:154). Küreselleşme olarak takdim edilen yeni süreç, finans sermayesini ön plana çıkarıp, onun önünü açabilecek politika misyonu ile yol almaktadır. Bu durumda dünya ekonomisi durgunluk helezonuna girmiştir (Başkaya, 2006: 159). Finansal serbestleşme başlangıçta sermaye hareketlerini teşvik edebilirse, ardından daha fazla serbestleşmeyi güdüleyip finansal kırılmalıya zemin oluşturmaktadır. Böylece krizler tetiklenmektedir. Finansal krizler sermaye akımlarının sona ermesi ile bitmez, portföy akımları ve birçok yeni akım türleri borç krizlerini yaşattıktan sonra borcu ikame etmektedir. Çünkü, finansal serbestleşme sadece gelişmekte olan ekonomileri krize meyilli hale getirmekle kalmaz bundan başka deflasyonist duruma düşürür; bu platform da büyüme ve insani gelişmişliğine olumlu etkilememektedir. Yabancı yatırımcı, dahili varlıklara değerinden daha düşük fiyata sahip olmuştur (Daldal, 2009: 61-62).

Marx'ın kapitalizm açısından globalleşme aşaması; ülkerarası mal alım satımının azalmasına, pazarın daralmasına, kitlerin alım gücünün düşmesine ve kapitalist birikimin oransal olarak azalmasına, kâr oranlarındaki düşüş ve üretim kapasitesinin daralması sonucu ekonomik durgunluğa, dünya çapında emek/sermaye kutuplaşmasına neden olmaktadır. Bunun gibi, düşen kâr hadleri sebebiyle kapitalistler üretken yatırımları spekülâtif sahaya ya da finans oyunlarına tercih etmişlerdir. Spekülâtif işlemler kapitalist ekonomide karşılıksız değer yaratırlar ve belirsizlik ortamının oluşmasında rol oynamaktadırlar. Bu işlemlerin kağıt üzerinde gözükmesi ekonomik kargaşanın var olacağına işaret etmektedir. Dolayısıyla oluşacak finans krizlerinin kapısı aralanmaktadır. Devlet otoriteleri hakimiyet hakkından güç alıp depresyon ve spekülâtif kâra yol açmıştır. Bunu paranın hacmiyle oynayarak gerçekleştirmişlerdir. Tüm bunların sonucunda etkin kaynak dağılımı sağlanamamış ve gelir dağılımı bozulmuştur. Küreselleşen finans sektörünün büyümesi tıpkı bir balonun şişerek havalanmasına benzetilebilir. Çünkü finans sektöründeki büyüme reel yatırımları arttırmamaktadır. Kapitalist sistemdeki tansiyonun bozulmasına yol açtığı için ekonomik bunalımlarla karşılaşma olasılığı artmaktadır (Demirer, 1993: 45-48).

Artan sermaye mobilitesi ile finans piyasalarının özgürleşmesi ve üçüncü dünya ülkelerinin kalkınma amaçlarından saptırıp ülkeleri sömürgeciliğe geri döndürmüştür. Bu ülkeler de dışa açılıp sömürgeleşme eğiliminin önünü açacak ve değer aktarımı hız kazanacaktır. Böylece üçüncü dünya ülkeleri yoksullaşmaya maruz kalmaktadır. Emperyalist güçler ise bu durumdan karlı çıkan taraf olmaktadır (Başkaya, 2006: 161). Sürecin bir başka safhası da, sermayenin dünya çapında mobilitesinin olması gelirler üzerindeki baskıyı arttırmıştır. Büyük şirketler işçi ücretlerinin daha düşük olduğu dış ülkelere yatırımlarını transfer etmektedirler. Bunun amacı kardan elde ettikleri getiriyi arttırmaktır. Amaçlarını gerçekleştirmek için iki yöntem söz konusudur. Birincisi faaliyeti coğrafi alana yayma, bir diğer ifadeyle faaliyet genişlemesidir. İkinci yöntem; var olan üretim biriminin kapatılıp, faaliyet kaydırması yapılmasıdır. Hakeza iki durum için de ücret ve istihdam üzerindeki baskı kaybolmamıştır. Finansın serbestleşmesi, sermaye mobilitesini sağlarken bir diğer yandan sendikal örgütleri zayıflatıcı etkiye neden olmaktadır. Bu sonuçtan dolayı kapitalistler şantaj yoluna gitmişlerdir. Sermaye ve

rekabet şantajı, kapitalistlerin lehine güç dengelerini döndürmektedir. Bu noktadan hareketle değişik milletlerdeki çalışanlar birbiriyle rekabet edebilecek duruma gelmiş, istihdam ve ücret politikalarıyla baskılanmıştır. Böylece kapitalistler açısından kâr ve birikim tutma imkanları çoğalmaktadır (Gouverneur, 1997: 258-259).

Sermaye krizin olduğu ortamdan uzaklaşmaktadır. Kapitalizmin içinde bulunduğu kriz ihtimali kâr oranlarını etkilediği için önlem amaçlı politikalar geliştirilmiştir. Bahsedilen durumda önleyici araçlar neoliberal politikalarlardır. Politikaların işleyiş zincirine baktığımızda aşama aşama farklılıklar gözlenmektedir. İlk aşamada ücretlerin baskılanmasıyla eşanlı olarak sıkı para politikası tatbik edilmesi sonucunda; talep daralır, enflasyon düşer ve nominal faizlerin yükselmesine sebep olmaktadır. İkinci payede büyüme hızı düşerken reel faizler yükselmeye başlamıştır. Üçüncü aşamada kamu açıkları büyürken, takip eden dördüncü aşama kamu borçlanma gereksinimi ve kamu borçlarının artması olmuştur. Beşinci aşama finansal serbestliği getirmiş ve reel faizlerdeki tırmanış süreklilik kazanmıştır. Son aşamada finansal spekülasyon tabii bir hal aldı ve finansal istikrarsızlık tablosu türemiştir. Tüm aşamaların sonun da *üretici sermaye birikimi* düşmüştür. Kapitalizm kendini krize sürükleyip uyguladığı politikalarla şifa bulmak yerine daha çok hasta olmuştur. Uygulanan politikalar, istikrarlı büyüme şartlarını hazırlamak yerine kriz üreten ve krizi derinleştiren unsura dönmüştür. Artık bu politikar kriz yönetimi politikalarıdır. Çünkü krizleri aşmak yerine daha çok derinlik katmıştır (Başkaya, 2006: 162-163).

Ticari, para ve üretken sermaye; sermayenin toplam sosyal döngüsünün unsurları olmaktadır. Bu unsurlar gelişimlerinin farklı safhalarında genişleme ve derinleşme eğiliminde oldukları için mekansal olarak genişleme söz konusu olmuştur (Ercan, 1998: 27). Finansal sermaye; tekeli sermayenin genişleme durumu söz konusu olduğunda devlet gücüne ihtiyaç duymaktadır. Marksist iktisatçılarda buradan yola çıkarak McKinnon - Shaw hipotezine dayalı finansal serbestleşme politikalarını devletin finans düzlemi içerisinde tekelleşen ekonomik birimlere aktarımda bulunduğu sonucunu çıkarmışlardır. Bu bağlamda devlet iç ve dış borçlanmaya gereksinim duymuştur. Aynı zaman da Marksist yaklaşım faiz oranlarının artması sonucunda kapitalistlerin sahip olduğu fonların değeri, ekonomide tasarruf oranlarının değerini ezmiştir.

Emperyalizmin kaçınılmaz sonucu *finans kapital* olarak adlandırılan sermaye biçiminin doğmasıdır. Yani banka sermayesi ile sanayi sermayesi kol kola hareket eder hale gelmiştir. Bankacılar sanayici, sanayiciler bankacı olup; sanayi sermayesi ile banka sermayesi iç içe geçmiştir. Bundan dolayı bankacılık son derece gelişmiş en küçük birikim ve maaşlara kadar banka işlemine dahil edilmiştir (Çetin, 2010: 41).

Finans kapitalin etkinliğinin artması, Marksist iktisadın finansal serbestleşmeye yaptığı eleştirinin başında gelir. Çünkü bu aşamada finansal gelişmişliğe paralel olarak finansal derinlik sadece finansal araçların sayısında meydana gelen artıştan ibaret olmaktadır. Serbestleşmenin yanında getirdiği finansal sermaye birikiminin fonksiyonu, ekonomik kaynakların finansal alana transferini sağlamaktır. Ancak bu sermaye birikimi borçla sağlandığı için krizin yaşanması söz konusudur. Yukarıda bahsi geçen finansal liberalizm politikaları üretim aşamasının dışındadır. Bu nedenle boştaki (atıl) sermaye kredi kanalıyla finansal sermayeye dönüşmüştür. Dolayısıyla finansal serbestleşme politikaları, geliri ekonomin reel alanlarında tutmayıp finansal alanlara aktarmaktadır. Marksist iktisatçı Gerald Epstein, sermayenin krize karşı savunma mekanizmasına sahip olduğunu yani kriz sürecinde sermayenin mobilitesini arttıracığını savunmaktadır. Kasıtlı olan bu hareketlilik hem ulus sınırları içinde hem de dünya çapında finans kurum ve araçlarını dominant duruma getirmiştir. Epstein bu durumu *finansalizasyon* olarak adlandırmıştır. Finansalizasyon safhasının en önemli araçları finansal serbestleşme politikaları olmuştur.

1.2.7. Finansal Serbestleşmenin Sonuçları

Finansal serbestleşme aşamalarının sonucunda üç önemli nokta tespit edilmiştir. Bunlardan ilki kısa vadeli sermaye hareketliliğinde canlanmanın olmasıdır. Bu hareket *sıcak para* özelliğinden kaynaklanmaktadır. Çünkü serbestleşme etkisiyle kısıtlamalar ortadan kalkmıştır. İkinci durumsa, seksenli yıllar itibariyle finansal sermayenin üretim, istihdam ve mal ticareti gibi reel sektör alanlarından kopmasıdır. Bunun anlamı finansal sermayenin reel sektör üzerine etkisinin olmayışıdır. Yani finansal sermaye yatırımlarında üretimin artması, istihdam yaratılması ve ihracat teşviği gibi durumlar söz konusu

değildir. Üçüncü evrede yaşanan, kısa vadeli sıcak para girişlerinin finansal krizleri getirmesidir. Sermaye girişlerinin hız kazanması kurlardaki istikrara zarar verip, ulusal finans piyasalarının kırılganlığına sebep olmuştur. Dolayısıyla finansal krizlerle sonuçlanmıştır. Prof. Grieder' e göre finansal serbestlik “şeytanla bahse girme” olarak addedilmiştir. Çünkü ülkeler sıcak paranın girişiyle sermaye istilasına uğramışlardır. Ancak bu sermaye girişleri aniden ülkeyi terk ettiğinde ülkenin ekonomik dokusu tahrip olmaktadır. Bu nedenle doksanlı yılların sonunda bir çok ülkede finansal krizler meydana gelmiş ve reel sektör derinden etkilenmiştir. Konu olan ülkelere; Meksika, Arjantin, Brezilya, Güney Kore başta olmak üzere Güneydoğu Asya ülkeleri ve Türkiye örnek verilebilir (Sönmez, 2003: 214).

Sermaye serbestliğini savunan neo- klasik görüşü eleştirenlere göre, finansal serbestleşme iki hipoteze dayanmaktadır. Birincisi finansal pazarın faal olduğunu onaylayan varsayımdır. İkincisi de finansal gelişmişliğin uluslararası düzeyde tasarruf dağılımını düzenleyeceği ve faiz oranını dünya çapında sabit kılacağı hipotezi kabul edilmiştir. Aksine finansal piyasaların etkin olmaması, günümüz piyasaları için finansal piyasaların tasarruf ve yatırımlardan ayrı olması geçerliliğini korumuştur. Bundan başka evrensel boyutta yatırımların getirisi uzaklaşma trendi göstermektedir. Çünkü GOÜ' lere sıcak para akışı gerçekleştiği için yatırımların getiri düzeyi gelişmiş ülkelerin seviyesine inmemektedir. Ayrıca, aşırı dış borçlanma faiz oranının yükselmesine ve tasarrufların faiz oranında meydana gelen değişimlere duyarsızlaşmasına neden olmaktadır (Yentürk, 1997: 136-137).

Finansal serbestleşmenin tasarruf oranlarının artışına bağlı olarak yatırım ve büyüme oranlarında artışa yol açacağına dair netlik yoktur. Finansal gelişmişlik sonucunda faiz oranlarındaki değişim gelir – ikame etkisi teorisine dayandırılmıştır. Bu teoriye göre ikame etkisi, cari tüketimi pahalılaştırarak tasarrufları bir nevi zorunlu kılarken, gelir etkisi tasarrufların tutulmasını azaltmaktadır. Çünkü aynı gelir daha yüksek faiz oranlarında daha az tasarrufla elde edilmiştir. Böylece bu iki etki birbirini dengelemektedir. Reel faiz oranlarındaki değişim tasarruf kanalı üzerinden gelir ve ikame olmak üzere iki etkide bulunmuştur. Negatif gelir etkisinin pozitif ikame etkisinden daha büyük olduğu görüşü hakimdir (Çetin, 2010: 43).

Bunlara ek olarak spekülâtif sermaye akımları gelişmekte olan ülkelerde reel yatırım kararları üstünde negatif etkiye sahip olmaktadır. Bunun nedeni faiz oranının çok yükselmesi ve yatırımların kısa dönemli olup rant artışının ortaya çıkmasıdır. Dolayısıyla yatırım kararı alırken politika aracı olarak kullanılan faiz etkenliğini kaybetmiştir (Yentürk, 1997: 137).

Ekonomide faiz oranlarının yükselmesi ve kurların düşmesi rekabet gücünün kırılmasına sebep olmaktadır. Yüksek faiz hadleri yatırımları caydırdığından ekonomiyi krize sürüklemiştir. Bu kötü sonun yaşanmaması için gidilecek yol ücretleri baskı altına almaktır. Akabinde gelir dağılımının adaletsizliği söz konusu olan bir ülkede bu durum emekçilerin aleyhine sonuçlanmıştır (Başoğlu, 2000: 96).

Finansal serbestleşme endüstriyel, kentsel ve gelir grupları arasında ekonomik eşitsizliğe neden olmuştur. Çünkü finansal sektördeki ekonomik faaliyetler paraya dayalıdır. Dolayısıyla parasal işlem sarmalı hızlanmıştır. Finansal serbestleşmenin yarattığı olumsuz etkiler karşısında reel sektör savunmasız kalır ve devlet finansal istikrarı sağlama amacı güderken kendini finansal piyasanın kısıcında bulur (Çetin, 2010: 45).

Gelişen ülkelerde finansal serbestleşme kuramı tam rekabet varsayımına dayandırılmıştır. Gerçekte bu varsayımlar söz konusu değildir. Bankacılık sektörü gelişmekte olan ekonomilerde oligopolitik yapıdadır. Yani iki, üç ya da dört hakim bankanın hakimiyetinde şekillenmektedir. Bu yapı da finansal serbestleşme ile beraber borç verme ve mevduat faizi oranları arasında meydana gelen farkın büyümesine sebep olmaktadır. Bu durum rekabet eksikliğini meydana getirmektedir. Dolayısıyla bankacılık sektöründe etkinlik sağlanamamış ve kalkınmanın gelişme hızı yavaşlamıştır (Çetin, 2010: 45).

Finansal serbestleşmenin ileri aşamalarında ortaya çıkan bir başka sonuç kur oynaklıklarıdır. Bu sonuç bankaların operasyon maliyetlerini arttırır ve firmaların yabancı işlemleri üzerindeki riski gündeme getirir. Aynı zamanda firmalar için borç verme maliyetleri yükselmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde bu nedenlerden dolayı future ve forward piyasalarının yeterince gelişmemesi sermaye bölüşümünün faaliyet alanını sınırlamıştır (Çetin, 2010: 46).

Sermaye mobilitesindeki artış gelişmekte olan ekonomileri dış ticaret sahasında negatif etkilemiştir. Dış ticaret açıkları artmıştır. Çünkü ithalat ucuzladığı için ekonomi ithalata meyilli hale gelmiştir. Bunun sonucunda ülkenin rekabet gücü kırılmıştır. Meydana gelen sonuçların temelinde aşırı sermaye girişinin olmasıdır. Aynı zamanda cari işlem açıkları artmakta ancak sermaye girişi olduğu için ödeme güçlüğü yaşanmamıştır. Sermaye girişinin ana kaynağı arbitraj unsurudur. Faiz ve dvız kuru arasındaki dengenin bozulması arbitraja, o da sermaye girişinin hız kazanmasına neden olan bir yapılanmayı oluşturmuştur. Böylece söz konusu aşamada ortaya çıkan büyüme dışa bağımlı büyüme olarak gerçekleşmiştir (İnsel ve Sungur, 2003: 5).

Sermayenin yurtiçinde yarattığı artış aynı zamanda borçlanmayı da arttırmıştır. Dolayısıyla yatırımlara dnşememiştir ve yurtiçi tasarrufları dışlama etkisi yaratmıştır. Yabancı sermayenin artması, peşinde aşırı borç yükünü getirmiş reel sektörü etkilemeden yurtdışı kaynak aktarımını realize etmiştir. Yani yurtiçi tasarruflar etkinleştirilememiştir. Bunun sonucunda yurtiçi harcamalar artmış ve i talep genişlemiştir. Büyüyen iç talep karşısında tüketim malı ithali arttırılarak yerli yatırımlar canlandırılmaya çalışılmıştır (Yentürk, 1997: 138).

Finansal dengesizlikler bir yandan hkmete olan inancın zedelenmesine neden olmuştur. Çünkü devlet şartların işleyişini sağlama erkini gerçekleştirememektedir. Böylelikle milli bütünlük ve devlet otoritesi de sarsılmaya yüz tutar hale gelmiştir. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde yasalar ve kurumsallaşma ile ilgili noksanlıklar söz konusu ise bu durum sermaye serbestliğini olumsuz etkileyebilmektedir.

Finansal serbestleşme yoluna giren gelişmekte olan ekonomiler yaşayacakları olumsuz tecrübeleri hesaba katmamışlardır. Liberalizasyon aşamasını gönüllü olarak kabul eden ülkeler para politikası üzerindeki etkinliklerini belirli bir miktarda yitirmişlerdir. Bu nedenle özel sektör kısa vadeli borçlanma yoluna gitmiştir ve sermaye hareketliliğini arttırmıştır. Sermaye sürekliliği sağlanması için faiz oranları yüksek seviyelerde tutulmuştur. 1995 Meksika, 1997 Asya ve 1998 Rusya krizleri sermaye mobilitesi tabanlıdır. Liberalizasyon sonrası olumlu beklentiler hayal kırıklığı ile sonuçlanmıştır (Emil ve Vehbi, 2003: 2).

Finansal serbestleşme süreci her zaman ülkeler için lehine sonuçlar doğurmamıştır. Finansal piyasaları yeterince işlemeyen ekonomiler için tam serbestleşme uygun bulunmamaktadır. Bunun elverişli hale gelmesi için öncelikle devlet müdahalesi bir anda değil aşamalı olarak azaltılmalıdır. Finansal sisteme yönelik düzeltme ve geliştirme çalışmaları hayata geçirilmelidir. Etkin politika sağlamak için; ilk adımda sermaye piyasası geliştirilmeli ve mali sistemin zeminini oluşturan yasal ve kurumsal regülasyonlara gidilmelidir. Böylelikle yapısal uyum hazırlanmış olacaktır (Eser, 1993: 99-100).

Finansal serbestleşmenin ekonomik değişkenler üzerine olan etkileri Tablo 1 ve Tablo 2' de özetlenmektedir.

Tablo 1: İç Finansal Serbestleşmenin Ülke Gruplarına Göre Etkisi

Değişken	Etkileri
GSMH	Gelişmiş ülkelerin hemen hemen hepsinde azalma gözlenmiştir.
Gayri safi yurtiçi tasarruf	Gelişmiş ülkelerde azalma meydana gelmiştir.
Gayri safi yurtiçi yatırım	Gelişmiş ekonomilerde belirgin düşüşler gözlenmiştir. Tüm gelir gruplarında düşüş yaşanmıştır.
Cari işlemler dengesi	Neredeyse tüm ülke gruplarında iyileşme sağlanmıştır.
GSYİH büyümesi	Gelişmiş ekonomilerde büyüme önemli ölçüde düşüktür. En önemli düşüş alt- orta gelir gruplarında meydana gelmiştir.
Tüketim/GSYİH	Tasarruflara uygun olarak tüketim, gelişmiş ekonomilerde artmıştır.
Reel faiz oranları	Gelişmiş ekonomilerde önemli ölçüde yüksektir. Oranlar hemen hemen tüm gelir gruplarında belirgin biçimde artmaktadır.
M2/GSYİH	Gelişmiş ekonomilerde önemli ve belirgin düzeyde artmıştır. Düşük gelir gruplarının tamamının da önemli ölçüde artmıştır.

(Reinhart ve Tokatlidis, 2005: 18)

Tablo 2: Dış Finansal Serbestleşmenin Ülke Gruplarına Göre Etkisi

Değişken	Etkileri
GSMH	Gelişmiş ekonomilerde düşüşler olmuştur.
Gayri safi yurtiçi yatırım	Gelişmiş ekonomilerde önemli ölçüde azalmıştır.
Özel sermaye akımları toplamı	Gelişmiş ekonomiler için artmıştır. Üst-alt-orta gelir kategorilerinde önemli bir artış kaydedilirken düşük gelirden önem bir düşüş kaydedilmiştir.
Cari işlemler dengesi	Üst-orta gelir gruplarında bozulur.
GSYİH büyümesi	Gelişmiş ekonomilerde büyüme önemli ölçüde düşüktür.
Tüketim/GSYİH	Gelişmiş ekonomilerde tüketim artar.
Reel faiz oranları	Gelişmiş ekonomilerde oranlar önemli ölçüde yükselmiştir. Oranlar hemen hemen tüm gelir gruplarında belirgin biçimde artmaktadır.
M2/GSYİH	Gelişmiş ekonomiler ve tüm bölgelerde belirgin artışlar olmuştur.

(Reinhart ve Tokatlidis, 2005: 19)

2. PARA POLİTİKASININ TEORİK PERSPEKTİFİ

Bu bölümde hükümetin ekonomik büyümeyi sürdürmesi için başvurduğu iki temel makroekonomik politika aracından biri olan para politikasına değinilecektir. Hükümetin para ve maliye politikalarını kullanma sebebi denetim ve ekonomik gerileme sürecini kısaltmaktır. Ekonomik büyüme, tam istihdam, fiyat istikrarı, ödemeler bilançosu denklığı ve eşit gelir dağılımı gibi amaçları gerçekleştirebilmek için para ve maliye politikalarının uyumlu olması gerekmektedir.

2.1. PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI

Para politikasının idari gücü olarak kabul edilen Merkez Bankası' nın öncelikli hedefi sürdürülebilir büyüme karşılığında fiyat istikrarıdır. Fiyat istikrarı sabit ve düşük bir enflasyon düzeyini sağlama anlamına gelmektedir. Modern Merkez Bankacılığı uygulamalarında fiyat istikrarını sağlamanın yanında artık finansal istikrarı da sağlama durumu gündeme gelmektedir. Yaşanan küresel kriz sonrası alınan derslerden biri de finansal istikrarın göz ardı edilmemesidir. Nitekim 2010 yılının son çeyreğinde TCMB finansal istikrarı önemle vurgulamış ve yeni para politikasını şekillendirmiştir.

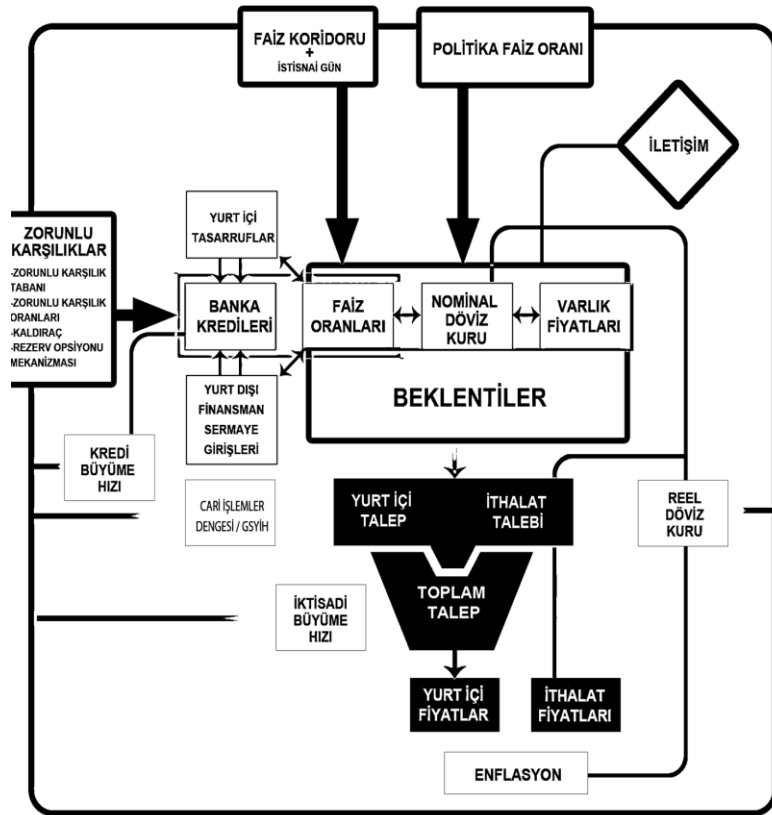
Kapsam açısından para politikası, merkez bankasının kontrolündedir. Her ülkenin ekonomik yapısına göre değişen politikalardır. Ülkenin enflasyonist ve deflasyonist durumuna göre belirlenmektedir. Merkez bankası para arzını denetlemekte ve ekonomik büyüme ile istikrarı sağlamak için faiz oranını himaye altında tutmaya çalışmaktadır (Arıcan ve Okay, 2014: 4).

Merkez Bankaları ekonomik birimlerin fiyatlama kararlarını direkt bilemezler. Bu sebeple para politikası stratejileri tanımlarken, enflasyonu etkileyen değişkenleri ve bunların hangi yolla enflasyonu etkisine alacağı detaylı bir şekilde incelenmektedir. Bunun sonucunda uygulanacak para politikası belirlenmektedir (Çelik ve diğerleri, 2014: 7).

2.1.1. Parasal Aktarım Mekanizması

Merkez bankaları fiyat istikrarını sağlamak ve reel ekonomik aktiviteleri etkilemek için para politikası araçlarına başvurumaktadırlar. Kullanılan para politikası araçlarının enflasyon ve toplam talep üzerindeki tesiri parasal aktarım mekanizması ile sağlanmıştır (Cambazoğlu ve Karaalp, 2012: 55). Parasal aktarım mekanizmasının uygulanışı ülkeden ülkeye değişmektedir. Belirsizliklerin en çok gözlendiği ülkeler sıklıkla gelişmekte olan ekonomilerdir. Mekanizmayı oluşturan kanalları belirli sınırlarla ayırmak olası değildir. Çünkü kanalların birbirini etkilediği ve tamamladığı görülmektedir. Dışa açık ekonomilerde mekanizma beş kanaldan işleyiş görmektedir. Bu kanallar aşağıda şematik olarak gösterilmiştir.

Şekil 2: Yeni Para Politikası Çerçevesinde Parasal Aktarım Mekanizması



(TCMB, 2013: 15)

2.1.1.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı

Parasal aktarım mekanizmasında en bilinen kanallardan biri faiz oranıdır. Burada tüketim ve yatırım kararlarının nasıl etkileceğini gösteren gecelik faiz oranıdır. Faiz kanalının işleyişi ilk olarak kısa vadeli faiz oranlarında görülmektedir. İkinci basamak da uzun vadeli faiz oranlarını etkileyerek devam etmiştir. Uzun vadeli faiz oranına etkisi finansal piyasalardaki arz ve talep işleyişine bağlıdır. Merkez bankası kısa vadeli nominal faiz oranı üzerinde yaptığı değişimle reel faiz oranını* etkilemektedir. Bernanke bu kanalı şu şekilde ifade eder (Cengiz, 2009: 230):

- ✓ Para otoritesi para politikalarıyla para arzını daraltır ya da genişletir,
- ✓ Buna bağlı olarak faiz oranı değişmektedir,
- ✓ Faiz oranlarının değişmesi sonucu toplam talep ve sermaye maliyeti bu değişimden etkilenmiştir.

Yukarıdaki ifadeler de varlık fiyatlarına olan etkiye değinilmediği için, bazı iktisatçılar tarafından yeterli görülmemiştir. Söz konusu etkinin eksikliği ise kredi kanalı vasıtasıyla kapatılmaya çalışılmıştır.

2.1.1.2. Kredi Kanalı

Para politikası reel ekonomiyi kredi kanalı aracılığıyla etkilemektedir. Kredi kanalı, bankaların kullanılabilir fon miktarını değiştirerek sağlamaktadır (Öztürkler ve Çermikli, 2007: 59). Para otoriteleri, uygulanacak para politikası ile bankaların varlık ve borçlarında söz sahibi olurlar. Kredi kanalı asimetrik bilgi* içermektedir. Ekonomi kredi kanalı aracılığıyla iki kanaldan etkilenmiştir.

* Nominal faizin enflasyondan uzaklaştırılmasıdır.

* Karşı tarafın bilgi eksikliği olduğu durumu ifade eder.

2.1.1.3. Banka Kredisi Kanalı

Banka kredisi kanalı finansal yapı içerisinde bankaların görevine değinmektedir. Banka kredi kanalının uygulaması iki noktada gerçekleşmiştir. Bunlardan ilki, banka varlıklarının tam ikame mal olması istenmemiştir. İkincisi ise, Merkez Bankalarının uyguladığı politikalara bankaların kredi arzı cevap vermelidir (Gür, 2003: 27).

2.1.1.4. Bilanço Kanalı

Firmaların para politikası sonucunda nakit akımlarında ve net değerlerinde meydana gelen değişimler finansman maliyetlerini etkilemektedir. Böylece harcama kararları etkilenmiş ve bu süreç bilanço kanalı ile açıklanmıştır. Yani altı çizilen durum, firmaların finansal durumu ve güvenilirliğidir. Bu da varlık ve yükümlülük arasındaki farkı veren net değer ile ölçülmektedir. Net değer yüksek olan firmanın kredi alma maliyeti de o oranda düşmüştür (Cengiz, 2009: 236-237).

Borçlanan işletmelerin bilançolarında iki etkiden söz edilebilir. Bunlar doğrudan ve dolaylı etkidir. Örneğin, borçlanma söz konusu olduğunda uygulanan daraltıcı politikalar bilançoyu doğrudan zayıflatmaktadır. Çünkü firmalar stok ve çalışma sermayelerini ağırlıklı olarak kısa vadeli borçlarla karşılamaktadırlar. Uygulanan politika sonucunda faiz oranlarındaki artışa paralel olarak faiz maliyeti de artmıştır. Bu döngüde nakit akışları ve finansal durum güç kaybetmektedir. Artan faiz karşısında firmaların teminat değerini zayıflamış ve dış finans primleri artmıştır (Kasapoğlu, 2007: 31).

2.1.1.5. Döviz Kuru Kanalı

Dünyadaki ekonomilerin uluslararasılaşmasının artması ve esnek döviz kurlarının ortaya çıkmasıyla birlikte, para politikasının döviz kuru kanalı ile net ihracat ve toplam çıktı üzerindeki etkisi daha dikkat çekici olmuştur. Bu kanal sabit döviz kuru uygulayan bir ülkede uygulanmamaktadır (Mishkin, 2001: 7).

Uluslararası ticaretin artması ile birlikte döviz kuru ve enflasyon arasındaki ilişkiye vurgu yapılmaktadır. Bu oluşum, merkez bankasının para politikası üzerinde kısıtlamalara

giderek faiz oranını arttırmasıyla, ülkeye sermayeyi çekmesi ile başlamıştır. Sermayenin artması ile ulusal para değer kazanmaktadır. Dolayısıyla yerli para cinsinden ithal edilen ara ve tüketim malları ucuzlamıştır. Bunun sonucunda fiyatlar üzerinde doğrudan düşürücü etki yaratılmıştır.

Döviz kurunda yaşanan dalgalanmaların ayrıca, çoğu gelişen piyasa ekonomilerinin sorunu olan önemli miktarda açık pozisyona sahip finansal ve finansal olmayan firmaların bilançoları yoluyla toplam talep üzerinde önemli etkileri olabilmektedir (Mishkin, 2001: 7). Eğer genişletici para politikası uygulanırsa yukarıdaki işleyiş tam tersine döner. Örneğin şirketlerin yabancı para cinsinden artan yükümlülükleri varsa , ulusal paranın değer kaybetmesi sonucu bu borçlar artmaktadır. Bilançolarda varlıkların değer kaybetmesi ters seçim* ve ahlaki tehlikeyi* gündeme getirmektedir.

2.1.1.6. Hisse Senedi Kanalı

Uygulanan para politikası sonucunda değişen kısa ve uzun vadeli faiz oranlarının artması hisse senedi gibi menkul kıymetlerin fiyatını düşürmüştür. Bunun nedeni ise, menkul kıymetlerin beklenen gelecek getirisi daha yüksek faizden bugünkü değere eşitlenmesidir. Parasalcı yaklaşıma göre, genişletici para politikası uygulandığı takdirde hisse senedi fiyatlarının ve tüketicinin servetinin artacağını, bunun sonucunda harcama artışının hız kazanacağını kabul edilmektedir. Keynesyen görüş ise; para arzında meydana gelen artış ile faiz oranı düşecek ve hisse senetleri daha da çekici duruma gelecektir (Kasapoğlu, 2007: 18-19).

Tobin' nin q-teorisi, hisse senedi fiyatlarındaki hareketlerin ekonomiyi nasıl etkileyebileceği konusunda önemli bir klavuz sağlamaktadır. Tobin q'su firmaların sermaye yenileme maliyetlerinin, piyasa değerine oranı olarak tanımlanmaktadır. Eğer q değeri yüksekse, firmanın piyasa değeri ve sermayenin yenileme maliyeti arasındaki ilişki

* Karşılıklı sözleşmeler oluşturulmadan önce, karşı tarafın bilgi eksikliğinden yararlanılmasını ifade eden durumdur.

* Karşı tarafın bilgi eksikliğini bilip kurulan sözleşmelerde normal risk alınmasını ifade eden terimdir. Yani sözleşme sonrası durumu ifade etmektedir.

yüksektir (Mishkin, 2001: 1). Mishkin çalışmasında bu mekanizmayı aşağıdaki gibi sembolize etmiştir:

$$M \uparrow \Rightarrow P_s \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Genişletici para politikası sonucu artan para arzı (M) faizleri düşürmüş, bu durumda hisse senedinin fiyat (Ps) ve talebini arttırmıştır. Portföyde hisse senedinin artışı q değerini yukarı çekerken yatırım artışına da ivme kazandırmıştır.

2.1.1.7. Beklenti Kanalı

Resmi faiz oranındaki değişimler, ekonomideki reel aktivitenin gelecekteki gidişatı hakkındaki beklentileri ve bu beklentilerle düzenlenen itimadı etkileyebilmektedir. Algıdaki bu değişiklikler, finansal piyasalardaki katılımcıları etkileyecek ve taraftarlar gelecekte beklenen işgücü geliri, işsizlik, satış ve kâr gibi değişimler yoluyla ekonominin diğer bölümlerini de etkileyebilmektedir (BOE, 1999: 6). Dışa açık ekonomilerde kurlar enformasyon kaynağıdır. Çünkü, kurlar geleceğe yönelik beklentiler hakkında bilgiye sahiptir. Örneğin, döviz kurundaki değerlemeler enflasyonla ilgili geleceğe dönük beklentilerin olumlu yönde olduğunu yansıtır, enflasyon oranı düşüşünü meydana getirmiştir (Çelik ve diğerleri, 2006: 10).

2.2. PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ

Para politikasının uygulanmasındaki esas hedef fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu nedenle para politikası stratejileri söz konusu olmuştur. Merkez Bankası fiyat istikrarını sağlamak için hükümet ile karşı karşıya gelmemektedir. Para otoritesi enflasyon denetimini sağlarken maliyetleri göz önüne alıp en düşük maliyetle enflasyon kontrolünü sağlamaktadır. Para politikası fiyat istikrarı amacını gerçekleştirmek için politika stratejilerini kullanmaktadır. Kararlar alınırken, uygulanan stratejiler istikrarlı ve yapılandırılmış olarak açıklanmaktadır (Çelik vd, 2006: 10). Bu stratejiler;

- ❖ Döviz Kuru Hedeflemesi (ara hedef)
- ❖ Parasal Hedefleme (ara hedef)
- ❖ Enflasyon Hedeflemesidir. (doğrudan hedef)

2.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi, uzun bir geçmişi olan para politikası rejimidir. Altın standardının en önemli özelliği, yerli paranın değerini altın gibi bir metaya sabitleme formu alabilmesidir. Son zamanlarda, sabit döviz kuru rejimlerine, düşük enflasyona sahip bir ülkede, yerli paranın değerini sabitleme dâhil edilmiştir (Mishkin, 1999: 2).

Kur hedeflemesi sabit ve esnek olmak üzere iki türlü uygulanmaktadır. Esnek döviz kuru hedeflemesi; ulusal paranın düşük enflasyona sahip ülkenin parasına veya çeşitli yabancı paradan meydana gelen bir sepete bağlanmasıdır. Belirli bant sınırları içinde paranın dolanımına izin verilmiştir. Merkez bankası bir değer belirler ve bu değer sürdürülebileceği bazen garanti edilmektedir. Sabit döviz kuru hedeflemesinde ise para kurulu ya da tam dolarizasyon kavramları karşımıza çıkmaktadır. Para kurulu uygulamasında ülke parası sabitlenirken parasal taban, yabancı ülkedeki sermaye akışlarına göre belirlenmektedir. Bu uygulamada para politikası araçları kullanılmamaktadır. Böylece Merkez Bankası' nın sterilizasyon yapma olanağı yoktur. Tam dolarizasyon uygulamasına baktığımızda, ülke yerli parasını tamamen bırakıp yabancı ülke parasını kendi (resmi) parası gibi kullanmaktadır.

Döviz kuru hedeflemesi birçok avantaja sahiptir. İlk olarak, bir döviz kuru hedefinin nominal çapası, uluslararası ticarete konu olan malları enflasyon oranına sabitler ve böylece doğrudan enflasyonun kontrol altına alınmasına katkıda bulunur. İkincisi, eğer döviz kuru hedeflemesi inandırıcıysa; enflasyon beklentileri, yerel para biriminin sabitlendiği ülkenin enflasyon oranına göre gerçekleşmesi beklenir. Üçüncüsü, bir döviz kuru hedefi zaman tutarsızlığı sorununu önleyen, para politikasının yürütülmesi için otomatik bir kural sağlamaktadır. Kur stratejisi, yerel para biriminin değer kaybetme eğilimi olduğunda sıkı para politikasını zorlar, yerel para biriminin değer kazanması yönünde bir eğilim olduğunda politikanın gevşemesini sağlar. Dördüncüsü, döviz kuru hedefi; basit ve netlik avantajına sahiptir, bu da halk tarafından kolayca anlaşılmasını sağlamıştır (Mishkin, 1999: 3).

Kur çapasının avantajları yanında dezavantajları da vardır. Para otoritesinin kur çapası uygulamasında, likidite ve faiz üzerinde hükmü kalmamıştır. Yani, ödemeler

dengesi durumuna göre faiz ve likidite ayarlanmaktadır. Buradaki işleyiş, kur artışlarını kontrol altına alıp yerli paranın değer kazanması sonucu ithalatın artmasıdır. Bu durum ihracatı geriye iter ve cari işlemler açığını meydana getirmiş olur. Cari işlemler açığının artması durumunda eğer doğrudan yabancı yatırımlar ile finanse edilemezse yüksek faiz oranları devreye girer. Faizlerin artması ülkeye sıcak para girişini güdülemiştir. Dolayısıyla uygulanan kur politikası spekülâtif saldırılara maruz kalmaktadır ve ekonominin dışsal şoklar karşısında hassasiyeti artmıştır. Sonuçta ülke parasının değer kaybetmesi gündeme gelmektedir (Önder, 2005: 40).

Gelişmekte olan ekonomilerde döviz kuru hedeflemesinin negatif etkileri görülmektedir. Borçlanma araçları döviz cinsinden oluşmaya başlamıştır. Çünkü söz konusu ekonomilerde gelecekte ulusal paranın değerinin ne olacağı belirsizdir. Döviz cinsinden borçlanmaya gidilmesi birçok kurum açısından da açık pozisyonların artmasına ve yukarıda değindiğimiz gibi spekülâtif atak sonucu devalüasyon yaşanmasına neden olmaktadır. Para otoritesinin müdahale etkisinin sınırlandırılması da finansal krizleri gündeme getirmektedir. Döviz kuru hedeflemesini 1990'lı yıllardan sonra uygulayan ülkelerde, karşılaşılan finansal krizler bu stratejinin işleyişini sınırlamıştır. Ancak gelişmiş ekonomilerde başarıyla uygulama alanı bulmuştur. Örneğin, Fransa ve İngiltere ülke paralarını Alman markına sabitleyip enflasyonun yukarı çıkmasını önlemişlerdir (Kavas, 2011: 33).

2.2.2. Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme döviz kuru hedeflemesinden ayrı olarak, Merkez Bankası tarafından parasal büyüklük olan para arzını nominal çapa olarak kullanılmasıdır. Böylelikle enflasyon kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. Sabit döviz kurunun gündemden düşmesi ile bu strateji daha önemli hale gelmiştir. Burada parasal hedefleme miktar teorisine dayandırılmıştır. Enflasyonun parasal büyümeden meydana geldiği savı söz konusu olmuştur. Döviz kuru hedeflemesine karşı parasal hedeflemenin önemli bir avantajı, merkez bankasının yerel politikalarla başa çıkması için para politikasını ayarlamasına imkân vermesidir. Parasal hedefleme Merkez Bankası'na diğer ülkelerin

hedeflerinden farklı olabilecek enflasyon hedefleri seçebilme olanağı sağlamaktadır ve üretim dalgalanmalarına bir miktar yanıt verebilmektedir (Mishkin, 1999a: 12).

Mishkin (1999) yukarıdaki parasal hedefleme stratejisinin tüm avantajlarını iki büyük faktöre bağlamıştır. Bunlardan en büyüğü, enflasyon ile nominal gelir arasında kuvvetli ve güvenilir bir ilişki olmasının gerekliliğidir. Söz konusu değişkenler arasındaki ilişki zayıfsa parasal hedefleme enflasyon beklentilerini sabitlemeye yardımcı olmamaktadır ve dolayısıyla merkez bankasının hesap verebilirliğini değerlendirmek için iyi bir klavuz olmaktadır. Mishkin' e göre, nominal gelir ve enflasyon arasındaki ilişkinin bozulması Amerika' da meydana gelmiştir.

İkincisi, hedeflenen parasal büyüklüğün Merkez Bankası tarafından kontrol edilebilir olmasıdır. Aksi takdirde; parasal büyüklük, politika yapımcıların niyetleri hakkında net bir işaret sağlamamaktadır. Dar kapsamlı parasal büyüklükler Merkez Bankası tarafından kolayca kontrol edilebilmesine rağmen, M2 veya M3 gibi daha geniş kapsamlı para birimleri için böyle bir durum çok uzak kalmaktadır (Mishkin, 1999b: 13).

1970'lerde parasal hedefleme birkaç ülkede benimsenmiştir. Parasal hedeflemenin, Amerika, Kanada ve İngiltere' de enflasyonu kontrol altına almakta başarılı olmadığı kanıtlanmıştır ve bu durumun nedeni için iki yorum yapılmıştır. Birincisi; parasal hedefleme ciddiye alınmadığından, başarılı olmak için hiç şansı olmamıştır. İkincisi; parasal büyüklükler ile enflasyon (veya nominal gelir) gibi hedef değişkenler arasındaki istikrarsızlığının artması, bu stratejinin başarısızlığa mahkûm olduğu anlamına gelmiştir. 1980'lerin başında, parasal büyüklüklerle enflasyon ve nominal gelir arasındaki ilişki bozulmuştur ve üç ülkenin de resmen parasal hedeflemeden vazgeçtiği açıkça belli olmaktadır (Mishkin, 1999c: 14).

1980'lerden sonra finansal gelişmişliğin giderek hız kazanması para arzı ve para talebi tanımlarının yapılmasını zorlaştırmıştır. Parasal büyüklükler ve enflasyon oranı arasındaki ilişki güç kaybetmiştir. Parasal hedeflemenin başarılı olması için, hedef değişken ve parasal büyüklük ilişkisinin zayıf olmaması gerekmektedir. Çoğu ülkede bu strateji başarısızlıkla sonuçlandığı için uygulamadan vazgeçilmiştir.

2.2.3. Enflasyon Hedeflemesi

Parasal büyüklükler ile enflasyon gibi hedef değişkenler arasındaki ilişkinin kopması göz önüne alındığında, birçok ülke enflasyon hedeflemesini para politikası rejimi olarak kabul etmiştir (Mishkin, 1999: 18). Sermaye akımlarının günden güne hız kazanması, sabit kur uygulamasının enflasyon kontrolü sağlamasını güçleştirmiştir. Dolayısıyla kur rejimine olan güven azalmış ve başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Ayrıca döviz kuru hedeflemesine giden ekonomilerin faiz oranları; ülke parasını, çapa olarak seçilen başka bir ülke ekonomisine dayandırdığı için bağımsız para politikası uygulaması olmamaktadır. Bu sebeple herhangi bir dış şoka ülke maruz kalmıştır. Son yıllarda Türkiye'nin de dâhil olduğu birçok ülkede döviz kuru hedeflemesi başarısızlık ve krizlerle sonuçlanmaktadır. Yaşanan olumsuzluklardan dolayı, bu stratejinin işleyişi giderek azalmış ve zamanla tercihini yitirmiştir (Kara ve Orak, 2008: 4).

Dolayısıyla para otoriteleri ara hedeflerle zaman kaybetmeden doğrudan enflasyon hedeflemesine yönelmişlerdir. Yeni Zelanda 1990 yılında bu stratejiyi uygulayan ilk ekonomidir. Enflasyon Hedeflemesi Kanada ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerin ardından günümüzde gelişmekte olan ekonomilerin başvurduğu bir para politikası stratejisi olmuştur. Enflasyon hedeflemesi beş temel unsuru kapsayan bir para politikası stratejisidir (Mishkin, 2000: 1) :

- “1) Enflasyona yönelik orta vadeli sayısal hedeflerin kamuoyuna duyurulması;
- 2) Para politikasının ana hedefi olan fiyat istikrarı ve diğer hedeflerin kurumsal bir taahhüde tabi olması;
- 3) Politika araçlarının ayarını yapmak için karar alırken sadece parasal büyüklükler ya da döviz kurumu değil de pek çok değişkenin kullanıldığı bilgi içeren bir strateji kullanılması;
- 4) Para otoritelerinin planları, hedefleri ve kararları hakkında halk ve piyasalarla iletişim yoluyla para politikası stratejisinin şeffaflığının artırılması ve
- 5) Enflasyon hedeflerine ulaşmak için Merkez Bankası' nın hesap verebilirliğinin artmasıdır.”

Enflasyon hedeflemesinin gerçekleşmesi için aşağıdaki şartların gerçekleşmesi gerekmektedir.

Kurumsal bağımsızlık: Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflemesini gerçekleştirebilmesi için para politikası araçlarını bağımsızca belirleyebilmesi gerekmektedir. Merkez bankasının özerkliğe sahip olması en önemli öge olmaktadır.

Çünkü siyasi gayelerin para politikasını etkilememesi gerekmektedir. Merkez Bankası' nın bağımsızlığına ilişkin tartışmalar ikinci en iyiyi gündeme getirmiştir. Birinci eniyi de, para politikası ve maliye politikası uygun biçimde düzenlenmektir. Dolayısıyla Merkez Bankası' nın bağımsızlığına gerek kalmamıştır. Genellikle politik sistemler kısa dönemde sonuç verdiği için enflasyonist politikalar seçilmiştir. Ayrıca bu politikaların yarattığı uzun dönemli maliyetler göz ardı edilmektedir (Şen, 1999: 2). Daha önce de değindiğimiz gibi Merkez Bankası' nın stratejileri uygularken başarılı olmasının yolu, bağımsızlık ilkesinin yanında itibarını da sağlamasıdır. Bunun için banka denetimcilerinin şeffaflığa ve hesap verilebilirliğe dikkat etmeleri gerekmektedir (Kavas, 2011: 37).

Tek hedefin fiyat istikrarı olarak belirlenmesi: Merkez Bankaları' nın sadece fiyat istikrarını sağlamaya odaklanıp, diğer makroekonomik değişkenlere yönelik hiçbir şey üstlenmemesi gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesinin yanında başka değişkenlerde söz konusu olduğunda uygulanan politikar birbirine ters düşmektedir.

Finansal baskınlığın olmaması: Enflasyon hedeflemesi stratejisinde başarılı olunması için para politikasının maliye politikası ile desteklenmesi gerekmektedir. Bu strateji uygulanırken, para politikası finansal gelişmelerden etkilenmemelidir. Ülkede mali baskınlığın olmaması; devletin Merkez Bankası kaynaklarını kullanmaması ya da az başvurması, hükümetin senyoraj* gelirlerini yok etmesi ve finansal piyasaların devlet borçlanma araçlarından yararlanabilecek deneyime sahip olması anlamındadır. Bu şartların sağlanmadığı durumlarda emek ve sermaye piyasalarında kullanılan endekslerde tutarsızlıklar meydana gelmektedir (Tutar, 2005: 15).

Gelişmiş finansal yapı: Finansal piyasaların yeterli derinlik ve gelişmişliğe sahip olmaması enflasyon hedeflerinin yön değiştirmesine neden olmaktadır. Enflasyonun hedeflenen düzeyde olması için para politikalarının işleyişi önemli olmaktadır.

Enflasyon hedefleme stratejisi diğer para politikası stratejilerine göre daha çok tercih edilmektedir. Bunun nedeni, halk tarafından daha rahat anlaşılmasının yanında, enflasyon beklentilerini denetim altında tutulmasını basitleştirmesidir. Enflasyon hedeflemesi düzenlemelerinde, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkeleri temel

* Paranın üretim maliyeti ile üzerinde yazılı (nominal) değer arasındaki farktır.

oluşturmaktadır. Bu sayede Merkez Bankası' nın güvenilebilirliği artmıştır. Aynı zamanda enflasyon hedefleme ayarlamaları; banka yöneticilerine, şok yaşanması halinde bağımsız para politikası ile müdahale etme hakkı tanımıştır. Enflasyon hedeflemesinin olumlu sonuçlarına nazaran olumsuzlukları da vardır. Bu rejimde esnek döviz kuru uygulanması lüzumundan dolayı, finansal piyasaların tutarlılığı negatif etkilenmiştir. Birçok gelişmekte olan ekonomi bu durumdan muzdarip olmuştur. Bunların yanı sıra üretim istikrarsızlığı, ekonomik büyümenin yavaşlaması gibi olumsuzluklara sebep olmaktadır. Meydana getirdiği olumsuzluklar nedeniyle Merkez Bankası hesap verilebilirliği konusunda güç kaybetmiştir (Kavas, 2011: 38).

Enflasyon hedeflemesini benimseyen gelişmekte olan piyasalar ve gelişmekte olan ülkeler, daha gelişmiş sanayi ekonomilerinde karşılaşılanlardan farklı karakter ya da derecede sayısız zorluklarla karşı karşıya kalmışlardır. Bu zorluklar aşağıda beş madde ile belirtilmektedir (Roger, 2009: 23-24);

- Zayıf kamu sektörü finansal yönetimi,
- Zayıf finans sektörü kurumları ve piyasaları,
- Düşük para politikası güvenilirliği,
- Finansal yükümlülüklerin kapsamlı dolarizasyonu ve
- Sermaye akımları ve uluslararası yatırımcı duyarlılığındaki keskin değişimlere karşı hassasiyet bunlar arasında sayılabilmektedir.

2.3. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Merkez Bankası ekonominin durumuna göre para politikası amaçlarını belirlemektedir ve bu amaçlara uygun araçlar seçilmektedir. Ülke ekonomisinde meydana gelen gelişmelere göre hedef değişkenler belirlenmektedir. Örneğin, işsizlik sorunu varsa genellikle genişletici para politikası uygulanırken, 1970' lerde olduğu gibi enflasyon sorunu gündeme geldiğinde faiz oranının tutarlılığı göz önünde bulundurulmaktadır (Akçay, 1997: 10).

Kullanılan para politikası araç yelpazesi geniştir ve aynı zamanda araçların ortak özellikleri de bulunmaktadır (Bilir, 2006: 50):

- Ekonominin durumuna göre değişme özellikleri vardır. Örneğin, genişletici politika uygulanırken, ekonomi de yaşanan gelişmelere göre daraltıcı politika uygulanabilmektedir.
- Para politikası uygulamaları halka bildirilmek zorunda değildir. Çünkü işleyiş hükümet organları tarafınca belirlenmiştir.
- Merkez Bankası para politikasını uygulayacağı zaman, herhangi bir doğrulanma ihtiyacı duymamaktadır. Dolayısıyla işleyişi diğer politikalara kıyasla daha basit olmuştur.
- Para otoritesinin uyguladığı politika toplum tarafından fazla izlenmediği için, var olacak tepkinin başka politikalardan daha az olacağı tahmin edilmektedir.
- Kullanılan para politikası araçlarının yaratacağı sonuçları önceden değerlendirebilmek pek mümkün olmamaktadır.

Merkez Bankaları, ülke ekonomisinde uygulanacak para politikasından sorumlu olan kuruluşlardır. Bu bankaların işleyişine değinecek olursak; bankaların ve para piyasasının iyileşmesini etkilerler ve kar amacı gütmemektedirler. Merkez Bankası bu işlevlerini gerçekleştirirken ya direkt düzenleyici niteliğini kullanmaktadır veya dolaylı yoldan para piyasasını etkileme yoluna gitmektedir. Bu nedenle para politikası araçları doğrudan ve dolaylı olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Ancak dolaylı ve doğrudan araçların işleyişinin sağlanması iki temel ayrıma bağlıdır (Önder, 2005: 55):

I. Doğrudan araçlar fiyatlar ya da miktarlar üzerinde etkili olurken, dolaylı araçlar piyasadaki arz ve talep koşullarını etkilemektedir. Faiz oranlarındaki değişimin kredi talebini belirlemesi buna örnek verilebilir.

II. Dolaysız politika araçları finans sistemi içerisinde yer alan ticari bankaların bilançoları üzerinde etkili olurken, dolaylı para politikası araçları Merkez Bankası bilançosunu ya da Merkez Bankası' nın faizlerini etkileme amacındadır.

Özetle, doğrudan para politikası araçları müdahale veya karışma hakkına sahiptir. Finans piyasalarının gelişmediği periyotta sıklıkla kullanılmıştır. Örneğin, ekonomide yoğun devlet müdahalesi varsa, sermaye hareketlerinin denetimi söz konusu ise bu araçlar gündemde olmuştur. Bunların aksi durum yaşandığında, yani serbest ekonomi anlayışının

hüküm sürmeye başladığı, sermaye mobilitesinin liberalize olduğu ve piyasa mekanizmasının faaliyetini arttırdığı devirlere gelindiğinde dolaylı para politikası araçları sahneye çıkmıştır.

2.3.1. Dolaysız Para Politikası Araçları

Merkez Bankası dolaysız para politikası araçları söz konusu olduğunda, işleyişini piyasalara değilde yasal düzenlemelerle sağlamaktadır. Başka bir ifadeyle, Merkez Bankası' nın kurumları, kredi ve mevduat fiyatı ya da miktarını doğrudan denetleyebilmektedir. Faiz oranı ve kredi tavanı kontrolü yoğunlukla kullanılan dolaysız araçlardır. 1980' lerin yarısına kadar geçen dönemde söz konusu araçlar gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde uygulanmıştır.

Yukarıda değindiğimiz gibi dolaysız araçlar kullanılıyorsa kamuoyu ve hükümetin aydınlatılması ve bu araçların uygulanması nispeten daha basittir. Ayrıca araçların parasal yükü daha azdır. Tüm ekonomiyi kapsamaz fakat piyasalarda belirgin şekilde anlaşılılmaktadır.

Merkez Bankası kısa süreli finansal krizlerde, para politikasının dolaysız araçlarını kullanmayı tercih etmiştir. Çünkü kredi ve faiz oranlarını denetleyebilme gücü vardır. Aynı zamanda az gelişmiş ekonomilerde mali piyasalar yeterince gelişmediği için bu araçlar yeğlenebilmektedir. Bir dezavantajı, sıkı banka denetimi olduğu için bankacılık sektöründeki rekabetçi anlayış kolay gelişmez ve mali fonlar ülkeyi terketmektedir.

2.3.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri

Faiz oranları tam bir parasal kontrol aracı olmayabilir. Bu sebeple farklı sektörlerde farklı faiz oranları uygulanmaktadır. Temel amaç özendirilmesi arzulanan kesime tahsis edilecek kredilerin daha düşük oranla faizlendirilmesidir. Böylece kaynakların farklı sektörlerde yönelmesi bloke edilmiştir.

2.3.1.2. Kredi Tavanı Uygulaması

Merkez Bankası, bankaların verdiği kredileri miktar, vade ve faiz oranları bakımından denetleme yetkisine sahiptir. Bankaların, ekonomik etkinlik için çıkardıkları kredilere tavan uygulamaları olabilir ve bu kredilerin vadelerini orta/uzun olarak düzenleyebilir.

Eğilmez' e göre (2012); kredi tavanı kontrolü Merkez Bankası tarafından, ticari bankalara uygulanır ve üç çeşidi vardır:

- a) Merkez Bankaları' nın ticari bankalara verebileceği krediyi, bu bankanın mevduatları ile sınırlandırmıştır.
- b) Ticari banka kredileri, özkaynaklarının belirli bir katı kadardır.
- c) Verilen krediler, kredi alanlar açısından kısıtlandırabilmektedir.

Bu uygulamalar teşvik edilmesi istenen sektörler bankası fonlarının aktarılmasını hedeflemektedir.

2.3.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Oranları

Merkez Bankaları ticari bankaların senetlerine, özelliklerine göre farklı iskonto oranları uygulayabilmektedirler. Örneğin; ticari bankalar tarafından Merkez Bankası' na getirilen sanayici senetlerinden madencilik sektörüne ait olanlar düşük iskonto edilerek bu kesimin gelişimi güdülenmektedir (Pirimoğlu, 1990: 35). Böylece Merkez Bankası istediği sektörün faaliyet alanını genişletebilir ya da kısıtlayabilir. Uygulanan para politikası iltimaslarının pozitif sonuçlanması için ticari bankaların Merkez Bankaları' na getirdikleri senet meblağlarının yüksek olması beklenmektedir (Parasız, 1998: 19).

2.3.1.4. Disponibilite Oranı

Disponibilite oranı bankaların aktif yapısı üzerinde etkili olmuştur. Bunun için, Merkez Bankası' nın ticari bankalara ve banka dışı finansal araçlara uygulamayı zorunlu tuttuğu bir araç olarak nitelenmektedir. Merkez Bankası, bu kurumlara ellerinde bulundurdukları fonları belirli bir oranda disponibil (likiditesi yüksek ve kolaylıkla

paraya çevrilebilen) bulundurma mecburiyeti getirebilmektedir. Mecburiyetin pratiğe yansması ise, Merkez Bankası' nın ticari banka ve banka dışı mali kurumlara öngördüğü tahvil ve bono alımı ya da Merkez Bankasında serbest tevdiat ve kasalarında nakit bulundurmalarıdır. Disponibilite uygulaması, pasiflerinin tamamını içerip bankalara imtina edecek alan bırakmıyorsa dolaysız, eğer bankaların sakınabilecekleri saha bırakıyorsa (pasiflerin bir bölümü) dolaylı bir araç özelliğine sahip olmaktadır (Önder, 2005: 63-64).

2.3.1.5. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi

Ticari banka ve banka dışı finansal kurumların portföylerinde bulunacak kıymetlerin birleşimi Merkez Bankası tarafından belirlenmektedir. Bankaların ve diğer mali kurumların alacakları menkul kıymetlerin, ait oldukları faaliyet dalları ya da söz konusu kıymetlerin, miktarlarının ne olacağını etkileme gücüne sahiptir. Bu yolla, finansal araçların sahipliğinde bulunan fonlar, ekonominin gelişimini destekleyecek sektörlere aktarılabilir. Bu stratejinin çalışması için, ekonomideki menkul kıymet çeşitliliği bol olmalıdır (Akçay, 1997: 14-15).

2.3.1.6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredi Kontrolü

Yarım yüzyıl önce uygulanan bir araçtır. 1930' larda ABD' de ticari bankaların borçlandıkları için hisse senedi piyasasında spekülasyon atakları önleme amaçlı kullanılmıştır. Merkez Bankası kredilerinden dolayı ABD' de senetler spekülasyon amaçlı satın alınıp, fiyatları en üst noktalara kadar tırmanıyordu. Vahim olan durumsa artık bu senetlerin kredi ve teminat maksatlı kullanılıp, kendi kendine sürdürebilirlik kazanmış olmasıdır. Meydana gelen bu spekülasyon handikabın önüne geçmek için FED' e "marj" belirleme hakkı tanınmıştır. Yani senet alanın nakten ödediği senet fiyatına, belirli bir oranda pay ekleme yetkisi verilmektedir. Senet fiyatları belirli bir sınırı aşarsa, yetkililer asgari marjı tatbik etmektedirler (Güneş, 1990: 21).

2.3.1.7. Tüketici Kredi Kontrolü

Merkez Bankası, tüketicilerin dayanıklı tüketim mallarını taksitli alımlarında (konut ve apartman dairesi) müşteriler tarafından ödenecek peşin paranın miktarını, süresini etkileyebilmekte; dolayısıyla bu mallara olan talebi güdüleyebilmekte ya da sınırlandırabilmektedir (Parasız, 1998: 20).

2.3.1.8. İkna Yolu

Ticari banka ve banka harici finansal araçların davranışları üzerindeki tesiri için ikna yoluna gitmektedir. Bu yöntemin herhangi bir hukuki dayanağı yoktur. Merkez Bankası' nın bu yönlendirmesine ahlaki korkutma veya açıkçağız politikası denilmektedir. Asya ülkelerinde bu uygulamalara gidildiğine şahit olunmuştur.

2.3.2. DOLAYLI PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Dolaylı para politikası araçları piyasa aracılığıyla parasal hedefi etkilemektedir. Merkez Bankası' nın piyasalara aracı gibi girmesini sağlayan araçlardır. Piyasa temelli araçlar olarak da adlandırılmaktadır. Piyasa katılımcıları sayesinde bankalara verilen likidite farklılaşmaktadır. Bu nedenle çoğu gelişmekte olan ekonomi makroekonomik maksatları için piyasa temelli araçların kullanımını yaygınlaştırmışlardır (Önder, 2005: 65).

Dolaylı para politikası araçları 1980'den sonra dolaysız para politikası araçlarından rolü devralmıştır. Sahnenin dolaylı araçlara bırakılmasının nedeni finansal piyasaların gelişmesi ve ekonomik etkinliği sağlamaktır.

Merkez Bankası' nın denetlemek istediği değişkenler bakımından dolaylı para politikası araçlarının çeşitliliği önem taşımaktadır. Bu araçların etkileri tahmin edilebilirlik yönünden kuvvetli olmalıdır. Yaşanan kriz ve şoklara karşı dolaylı araçlar uygulanarak müdahale edilebilmektedir (Önder, 2005: 66).

Dolaylı para politikası araçlarının sağlıklı bir şekilde çalışması için ekonomik istikrarın sürmesi ve finansal politikaların etkin bir şekilde uygulanması gerekmektedir.

2.3.2.1. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez Bankası açık piyasa işlemlerini, dolaşımda bulunun para arzındaki miktar değişimlerini etkilemek için kullanmaktadır. Bu uygulama devlet tahvilleri ve hazine bonusu ile piyasaya ait tahvil ve senetlerin alım satımıyla gerçekleştirilmektedir (Koçyiğit, 2009: 20). Herkese açık olduğu için ismini buradan almaktadır.

Özel kesime ait bono ve tahviller bu işlemlerin dışındadır. Çünkü, Merkez Bankaları özel kesime ait kağıtlar üzerinden işlem yapmazlar, sadece makro sorunlara dâhil olmaktadır (Paya, 1998: 154). APİ ile yapılan alımlar parasal tabanı genişletirken, tam tersi durumda ekonomi daralmaktadır. Piyasadan para emilimi gerçekleştiği için yapılan işleme sünger operasyonu da denmektedir.

Açık piyasa işlemlerinin en belirgin özelliği esnek olmasıdır. Bunun anlamı, gün içerisinde kolaylıkla işlemlerin ters çevrilebilmesi ve parasal taban üzerinde ayarlamalara (Fine Tuning) imkân vermesidir. İşlemleri uygulama gücü olarak Merkez Bankası otorite olsada, aslında ekonomik dalgalanmalar ve bankaların bu kâğıtlarla işlem yapma itisi de söz sahibi olmaktadır. Açık piyasa işlemlerinin uzun vadeli amaçlar olarak kullanılması zordur. Çünkü bu operasyonların tesir ettiği ilk piyasa sermaye piyasasıdır. Dolayısıyla ülke çapında intişar etmesi zaman almaktadır (Akçay, 1997: 21-22).

Açık piyasa işlemleri gelişmekte ve geçiş ekonomilerinde uygulanabilmektedir. Bu araçların etkin bir şekilde işlemesi için; banka sisteminin yapısı, finansal piyasaların gelişmişlik ve serbestleşme düzeylerine bağlıdır.

Birçok ülke ikincil piyasada esnekliği yüksek olan APİ' yi para politikası aracı olarak kullanmaktadır. Özellikle repo-ters repo, interbank işlemleri bu piyasalarda gerçekleşmektedir. Sermaye mobilitesinin yüksek olduğu dönemlerde, piyasadaki likiditeyi dengeleme amaçlı repo-ters repo araçları uygulanmaktadır (Önder, 2005: 74).

Açık piyasa işlemleri iki şekilde çalışmaktadır:

- Outright işlemler;
- ✓ Doğrudan Satım
- ✓ Doğrudan Alım

- Repo işlemleri;
- ✓ Geri Satım Vaadiyle Alım (repo)
- ✓ Geri Alım Vaadiyle Satım (ters repo)

Doğrudan Satım

Merkez Bankası' nın piyasada likiditenin fazla olduğunu düşündüğü koşullarda, piyasadaki likidite bolluğunu azaltmak için var olan DİBS' leri bankalara satmasıdır.

Doğrudan Alım

Doğrudan satımın tam tersidir. Yani piyasada nakit sıkıntısının olduğu durumda vadesi bir yıldan az olan DİBS'lerin, bankalardan satın alınarak piyasaya fonlamanın yapılmasıdır.

Geri Satım Vaadiyle Alım (repo)

Bankalardan DİBS'lerin, belirli fiyattan ileride bir tarihte geri satmak vaadiyle satın alınmasıdır. Bu araç, likidite sıkıntısının geçici olduğu koşullarda ve banka rezervlerinin kısa süreliğine arttırılması maksadıyla kullanılmıştır. Reponun vadesi 91 gündür.

Geri Alım Vaadiyle Satım (Ters Repo)

Likiditenin fazla olduğu durumda, DİBS'ler belirli bir fiyattan geri alınmak vaadiyle bankalara satılır ve kısa vadeli işlem görmektedir. Vade tarihi repodaki gibidir, 91 gün aşılmamalıdır.

2.3.2.2. Reeskont Oranı

Reeskont, bir bedel karşılığı iskonto edilip el değiştiren kıymetlerin tekrardan bir bedel karşılığı (re-iskonto) el değiştirmesini ifade etmektedir. Merkez Bankası şartlarını kendi belirlemek koşuluyla bu para politikası aracını kullanmaktadır. Bankaların ellerindeki senet, bono gibi kağıtları Merkez Bankası'na iskonto ettirip buradan kredi talep etmesi ve Merkez Bankası' nın gerçekleşen işleme uyguladığı faiz reeskont oranıdır. Buradaki amaç Merkez Bankası' nın son kredi makamı olduğunu vurgulamaktır. Finansal gelişmişliğin yaygın olmadığı dönemde sıklıkla tercih edilen bir politika aracı olmasına

karşın, açık piyasa işlemlerinin piyasa üzerindeki etkisinin daha fazla olması nedeniyle zamanla tercih edilmemiştir.

Reeskont işlemleri iki şekilde gerçekleşir:

- ✓ Reeskont Kredileri
- ✓ Avanslar

Reeskont kredilerinde, bankalar mevcut olan vadesi dolmamış senetlerini Merkez Bankasına götürüp güncel faiz oranı üzerinden iskonto ettirirler. Merkez Bankası' nın bu iskonto karşılığı verdiği kredidir. Avansın farkı ise, senet karşılığında iskonto uygulanmayıp belirlenen faiz oranından bankalara kredi temin edilmesidir.

Merkez Bankası, ekonomik durumu canlandırmak ya da dizginlemek için Reeskont Politikası uygulamalarına gidebilir. Hükümetin teşvik etmek isteği sektörlere kaynak sağlaması koşulu ile bankalara reeskont kredisi verebilmektedir. Reeskont politikalarının olumlu sonuçlara yol açması, piyasa reaksiyonlarına göre belli olmaktadır. Eğer hükümet piyasaları hareketlendirmeyi amaçlıyorsa, reeskont kredi faizini düşürmüştür. Ama bu durum kredi talebinin artacağını göstermemektedir. Bunun sebebi, faizlerin önemli bir maliyet faktörü olmasının yanında yatırımlar üzerindeki tek etmen olmamasıdır.

Reeskont oranındaki değişimler piyasa da borçlanma maliyetleri üzerine yansır buna maliyet etkisi, piyasada farklı fon kaynakları ve daha çok reeskont kredilerinin talep edilmesi ikame etkisi, reeskont oranındaki değişimlerin para politikası üzerinde yaratacağı etkinin bir sinyal durumu olarak anlaşılması beyan etkisi ve para politikası üzerinde yarattığı bu değişimin kavranması da politika etkisini meydana getirmektedir (Akçay, 1997: 18-19).

2.3.2.3. Zorunlu Karşılık Oranı

Bankaların ellerinde tuttıkları mevduatlara karşılık Merkez Bankası' nda bulundurmak zorunda oldukları mevduatların oranıdır. Oranı belirleyen Merkez Bankası' dır. Belirlenen oran zorunlu karşılık oranıdır (ZKO). Merkez Bankası' nın bu oran üzerinde yaptığı değişimler sonucu bankaların kredi verecekleri miktarı etkileme durumu

da karşılıklar politikasıdır. Zorunlu karşılıklar mevduat çarpanı üzerinde etkili olmaktadır. Bu politika aracı ile bankalar aynı zamanda likidite yaratmaktadırlar.

Zorunlu karşılık oranı tüm bankaları kapsayan bir politika aracıdır. Bütün bankalar üzerinde alınan karar etkilidir ve kredi verilebilir fonlar istenilen şekilde ayarlanabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ekonomilerde finansal piyasalar çok etkin olmadığı için para arzını denetleyebilen dinamik bir araçtır (Akdiş, 2001: 178). Bu mekanizma, bankada bulunan mevduata Merkez Bankası' nın belirlediği orandan karşılık ayırıp Merkez Bankası' na yatıracaktır. Kalan tutarı da kredi olarak verecektir. Bu işlem karşılık oranının tersi kadar tekrarlanıp kredi yaratılabilir.

Zorunlu karşılık oranının avantajları olduğu gibi eksik yönleri de vardır. Para otoritesinin karşılık oranlarını yukarı yönlü hareket ettirmesi, likidite darlığı yaşayan bankaları zora sokmaktadır. Bir diğer olumsuzlukta zorunlu karşılık oranının küçük düzenlemelere olanak vermemesidir. Yapılan küçük değişimler dahi para stoğunu önemli derece etkilemektedir. Bu nedenle zorunlu karşılık oranının sabit tutulması mali sistemin tutarlılığı açısından önemlidir.

2.4. TÜRKİYE' DE FİNANSAL SERBESTLEŞME'NİN İKTİSADİ YAPI ÜZERİNDEKİ SONUÇLARI

Finansal serbestleşme hareketi 1970' li yılların sonlarına doğru dünya çapında hız kazanmıştır. Türkiye 24 Ocak 1980 kararlarından sonra bu aşamaya girmiştir. İlk olarak ithal ikameci anlayıştan vazgeçilerek, dünya ekonomisi ile entegre olma yoluna gidilmiştir. Serbest piyasa ekonomisi gündeme gelmiş, dışa açık büyümeye yönelik politikalar geliştirilmiştir.

1980 sonrasında değişen dünya yapısına aşına olmak için, krizlerin kötü sonuçlarını onarıp ekonomik büyümeye süreklilik getirmek, enflasyonu denetleyebilmek gibi refah seviyesini yukarı çeken ve küresel çapta piyasalarla bütünleşebilmenin sağlanması amacıyla "Ekonomik Stabilizasyon Programı" olarak bilinen "24 Ocak 1980 Kararları" ile Türkiye, liberalizasyon sürecine başlamıştır. 24 Ocak Kararları üç aşamada gerçekleşmektedir:

I.Aşama: IV. Beş Yıllık Kalkınma Dönemi' nde (1979-1983) gerçekleşmektedir. 1980 Askeri Darbesi olduğunda azınlık hükümeti tarafından uygulanan kararlar, Eylül 1980' den sonra askeri yönetimin kontrolüne girmiştir.

II. Aşama: 1984-1989 yıllarını kapsayan süreçte; genelde ekonomi, özelde mal ithalatının serbestleşmesi söz konusu olmuştur.

III. Aşama: Son aşamada Türk Lirası' nın konvertibilitesi ile mal piyasalarının serbestliği ve özelleştirmenin altı çizilmektedir.

2.4.1.Finansal Serbestleşmenin İktisadi Yapı Üzerine Etkileri

İktisat politikası, iktisat araçları ile makroekonomik amaçlara ulaşmayı hedeflemektedir. Bu hedefler (Bozkurt ve Göğül, 2010: 29);

- I. İstihdam ve fiyat istikrarının sağlanması,
- II. Ekonomik büyümenin teşviği,
- III. Ödemeler bilançosu denkliliği,
- IV. Gelir dağılımının adil olması ve
- V. Düşük enflasyondur.

Yukarıda değindiğimiz Mc. Kinnon ve Shaw'un yaklaşımında, finansal serbestleşmenin gelir dağılımını olumlu etkilediği savunulmuştur. Bu durum ülkelerin gelişmişliğine göre farklılık göstermektedir. Gelişmekte olan ekonomiler arasında Türkiye' de bulunduğu için gelir dağılımı finansal serbestleşmeden etkilenmiştir. Söz konusu etki iki şekilde ortaya çıkmıştır. İlki kısa vadede ülkenin dış piyasaya açılması, faiz oranlarında değişime neden olacak buda ücretlilerin çalışma durumunu etkileyecektir. İkincisi dış piyasaya açıldığımız için uzun dönemde uluslararası piyasalarda rekabet gücüne sahip olup olamadığı, nitelikli işgücünde gelişme gösterip gösteremediği gelir dağılımı söz konusu olduğunda anlamlı olan faktörlerdir.

Aşağıda görüldüğü üzere faizler ciddi oranda artmıştır. Böylece ücretli istihdam edenlerin gelir seviyeleri düşmüş dolayısıyla gelir dağılımında eşitsizliğe yol açmıştır. Hükümet cephesinde ise, dolaylı vergilerin tercih edilmesi de ücretleri ve istihdamı düşürmektedir. Finansal serbestleşme sürecinde, eğer bir ülke hem doğrudan yabancı

sermayeyi ve teknolojiyi çekip hem de ihracat gelirlerini arttırmayı başarmışsa o ülke ekonomisinde ücret ve istihdam da artış yaşanmıştır. Ancak, ülkeler bunu gerçekleştiremediklerinde, yoksulluğa maruz kalmışlardır. Buna rağmen, finansal serbestleşmenin 24 Ocak 1980 kararlarıyla Türkiye' nin finansal serbestleşmeye adım attığı süreden nihai adımına kadar geçen zamanda (1980- 1989) işsizlik verileri ortalama % 7,5 civarında olduğu görülmüştür. Bu rakamlar 1990-2000 yıllarında % 8,0 dolayların da gerçekleşmektedir.

O yıllarda bu rakamlar günümüz rakamları ile karşılaştırıldığında finansal serbestleşmenin işsizliği ve buna paralel gelir dağılımı üzerinde çokta olumsuz bir rakam olmadığı anlaşılmaktadır. Ayrıca dönemin konjonktürel durumu da göz önüne alınmalıdır. Çünkü siyasi istikrarın olmadığı, hükümetlerin kısa ömürlü koalisyonlarla oluştuğu bir dönemde bu işsizlik verileri karamsar bir durum olarak algılanmamaktadır. Siyasi istikrarsızlığın olduğu durumda ekonomik istikrarında sağlanamadığı görülmüştür.

Tablo 3: Bazı Yıllara Ait Faiz Oranları (%)

Yıllar	Faiz oranı	Yıllar	Faiz oranı	Yıllar	Faiz oranı
1979	10,75	1984	52,00	2000	70,00
1981	31,50	1989	54,00	2016	8,50

<http://www.tcmb.gov.tr/>

Piyasa ekonomisi çerçevesinde uygulanan finansal serbestleşme politikalarının iktisadi yapı üzerine yansımaları; enflasyon hedeflemesi, vergi politikaları, kamu harcamaları, para politikaları, özelleştirmeler, dış ticaret dengesi (ithalat-ihracat) ve ekonomik büyüme gibi makroekonomik göstergelerden oluşmaktadır.

1999 yılında uygulanan Enflasyonu Düşürme Programı (EDP) ile enflasyon son 14 yılda ilk kez %30'un altına düşmüştür. TL'nin beklentinin üstünde değer kazanması, cari işlemler dengesinin açık vermesine sebep olmuştur. Dolayısıyla piyasalarda tedirginlik artırmış, yabancı sermaye girişi azalmış ve buna paralel olarak likiditenin de olumsuz etkilenmesi faiz oranlarını artırmıştır. Ardından bankaların mali yapıları sarsılmış ve dövize karşı spekülasyon artmıştır. Bu dar boğaz, IMF'den 7,5 Milyar \$ borç alınarak giderilmiştir. Ancak yaşanan olumsuzluklar bundan sonraki spekülasyon saldırılara karşı savunma mekanizmasını çökertmektedir (Tüleykan ve Bayramoğlu, 2016: 413).

2001 krizinden sonra geniş çaplı reform çalışmaları başlamıştır. 22 Şubat 2001’ de Merkez Bankası döviz çapasını terk edip kurları dalgalanmaya bırakmıştır. Sonrasında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve ardından da 3 Ocak 2003 tarihinde, Acil Eylem Planı’nı ilan etmiştir. Her iki plan ve programın içeriğinde; vergi ve harcama politikasına yönelik mali nitelikli tedbirler, reel sektörün tekrardan düzenlenmesine ilişkin yapısal reformlar ve dış ticarete yönelik düzenlemelere değinilmiştir. Ayrıca Sosyal Güvenlik Reformu’nun gerekliliğinin de altı çizilmiştir. Bu programların başka bir amacı da oluşan güvensizlik ve istikrarsızlığı onarmaktır. Program uygulanmadan Merkez Bankası Kanunu değiştirilmiş ve banka bağımsızlığını ilan etmiştir.

Yapısal dönüşümler ekseninde bankacılık sektörünün yapılandırılmasına baktığımızda, bankaların TMSF’ ye devri olanların sermaye yapılarında iyileşmeler görülmüştür. Özel bankalar için, sermaye yeterlilik oranlarını sağlayıncaya kadar temettü ödemeleri ertelenmiş ve sermaye arttırımı zorunluluğuna gidilmiştir. Serbest dalgalı kur rejiminin benimsenmesi birden ortaya çıkan şokların para krizlerine dönüşmesini önleyebildiği vurgulanmaktadır. Çünkü tecrübe edilen mali kriz önemli ölçüde döviz kurlarının sabit parite zorunluluğundan kaynaklanmıştır. Dalgalı kur rejiminin uygulanmasıyla, faiz oranları ve dolar fiyatları düşmüş, borsada nispi bir istikrar oluşmuştur. İki programı da öneren IMF’ dir.

1984 yılından itibaren kamuya ait kuruluşlar özelleştirilme kapsamına alınıp uygulanmaya başlanmıştır. 1986 yılından bugüne (Aralık 2016) kadar toplam 216 kuruluşta hisse senedi ve varlık satış/devir işlemi yapılmış ve gerçekleştirilen özelleştirme işlemlerinin toplam tutarı 68,2 milyar \$’ dır (ÖİB, s: 10).

Serbestleşme kapsamında para politikasına ilişkin gelişmelere baktığımızda; Türkiye’de 1990’lı yıllardan sonra Merkez Bankası’nın bağımsızlığı tartışmalarında son nokta GEGP’nin en önemli ayağını teşkil eden 4651 Sayılı (1211 Sayılı Merkez Bankası Kanunu’nda bazı değişiklikleri içeren) Kanun’ dur. 4651 Sayılı Kanun, Merkez Bankası’nın kamuya kredi açma olanağını kaldırıp sadece fiyat istikrarı hedefini üstlenebileceğini belirtmiştir (Eroğlu, 2007: 9).

Özetle, Merkez Bankası makro finansal riskleri azaltmak, fiyat istikrarını sağlamak, Türk parasının değerinin korunmasına paralel bir şekilde enflasyon ile etkin mücadele etmektedir. Birden fazla amaca yönelik olarak uygulanan para politikasının gerektirdiği araç çeşitliliğini sağlamak gayesiyle, ekonominin son likidite kaynağı olarak bankalara borç vermek ve bankalardan borç almak suretiyle gecelik faiz oranlarını belirlemektedir.

Tablo 4: Türkiye’de Faiz Oranları (%)

Tarih	Borç Alma	Borç Verme
Temmuz 2013	3,5	7,25
Temmuz 2014	7,5	12
Şubat 2015	7,25	10,75
Kasım 2016	7,25	8,5

<http://www.tcmb.gov.tr>

Para Politikası Kurulu aylık toplantılarında, enflasyonla etkin bir şekilde mücadele etmek ve finansal istikrarı sağlamak için araç olarak faiz koridorunu tercih etmektedir. Serbest ekonomiye geçişin sorunsuz işlemesi için, devletin ekonomideki konumunun sosyal destek ve yasal kontrol mekanizması olacak şekilde oluşturulmalıdır. Acil Eylem Planı kapsamında Sosyal Güvenlik Reformu 17 Nisan 2008 tarihinde meclis tarafından kabul edilmiştir. Bu yasalaştırma ile sosyal güvenlik kural ve standartlarına belirli bir sistem oluşturulmuştur. Düzenlemeler üç aşamadan oluşmaktadır.

Düzenlemelerin ilk aşamasında; ülkemizde üç ayrı sigorta kurumu olarak bulunan, Bağ-Kur, Emekli Sandığı ve SSK’ yi tek çatı altında toplama kararı alınmıştır. Sosyal Güvenlik Kurumu Kanunu 20.05.2006 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Reformun ikinci aşamasında, bu üç kurumun kural ve standartlarının tekrardan düzenlenmesi daha geniş kesimlere aynı sosyal güvencenin sağlanması hedeflenmiştir. Son aşamayı ise, sosyal güvenlik sisteminin şartlarını saptamak için Sosyal Yardımlar ve Primsiz Ödemeler Kanunu’ nun çıkartılması ve bu yardımların ulaşılabilir olması oluşturmaktadır (Pekten, 2006: 199-120). Genel Sağlık Sigortası sisteminin en önemli noktası, toplumun tüm kesimlerini kapsaması ve sistem dışında kimsenin kalmamasını sağlamaktır (Budak ve Özer, 2012: 49).

Şekil 3: Bankacılık Sektörü Bilanço Kalemleri

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nakit ve Nakit Benzeri Alacaklar	1,0	13,6	47,0	30,5	-4,3	57,1	3,3	-12,6	21,8	-10,6	19,5	10,9	22,0
Menkul Değerler	24,1	15,8	15,6	11,1	3,6	17,8	35,5	9,5	-1,0	-5,3	6,2	5,4	9,1
Krediler	35,2	50,0	57,4	40,0	30,4	28,6	6,9	33,9	29,9	16,4	31,8	18,5	19,7
Diğer	-2,6	6,0	17,0	-0,6	20,8	7,6	5,6	33,2	35,5	46,1	34,9	14,2	19,6
Toplam Aktifler	17,4	22,7	32,8	22,8	16,4	25,9	13,9	20,7	21,0	12,6	26,4	15,1	18,2
Toplam TL Aktifler	28,2	26,3	43,0	19,5	24,8	22,3	19,8	22,6	13,3	12,5	19,6	14,0	11,7
Toplam YP Aktifler	3,2	16,8	14,7	30,2	-0,7	35,2	0,3	15,6	43,2	12,7	42,0	17,4	30,4
Mevduat	12,6	23,0	31,6	22,3	16,0	27,4	13,2	19,9	12,7	11,0	22,5	11,3	18,3
Bankalara Borçlar	18,0	30,3	61,4	29,8	0,9	29,9	-7,2	42,1	36,8	3,6	46,6	15,3	23,2
Repodan Sağlanan Fonlar	82,5	-5,7	64,3	48,1	7,6	46,9	48,9	-5,3	68,6	-17,6	49,1	15,3	14,0
Özkaynaklar	38,3	29,3	19,0	8,9	27,4	13,9	28,3	21,3	7,5	25,8	6,5	19,8	13,0
Diğer	3,8	15,6	15,1	25,0	38,2	16,5	6,4	21,9	50,4	44,5	34,3	27,0	19,0
Toplam Pasifler	17,4	22,7	32,8	22,8	16,4	25,9	13,9	20,7	21,0	12,6	26,4	15,1	18,2
Toplam TL Pasifler	34,4	29,5	42,2	19,1	24,5	23,3	19,6	22,6	11,2	13,5	15,1	13,6	11,4
Toplam YP Pasifler	0,7	13,9	18,7	29,5	3,1	31,2	3,2	16,6	43,2	10,9	46,7	17,3	27,5

<https://www.hazine.gov.tr> (erişim tarihi: 13.01.2017)

Yukarıdaki tabloya baktığımızda finans sektörü içindeki bankaların geliştiğini görmekteyiz. 2009’ dan 2010’ a geçerken toplam aktifler % 13,9’ dan % 20,7’ e yükselmiştir. Bu rakam, 2011 yılında % 21,0, 2012 de % 12,6 2015’ de %15,1’ den % 18,2’ ye artmıştır.

Dış ticaret açısından, ihracat ve ithalat gelişmelerinin yıllar itibari ile değişimlerini incelediğimizde 2011 yılında ihracatımız aşağı yukarı 135 Milyon \$ iken ithalatımız yaklaşık 241 Milyon \$ civarında gerçekleşmiş ve ihracatın ithalatı karşılama oranı % 56 düzeyinde gerçekleştiği görülmüştür. 2013’te % 60,3’e 2015 yılında ise % 74,1 seviyelerine yükselmiştir. Daha açık bir ifadeyle 2015 yılında ihracatımız takribi 144 Milyon \$ olarak gerçekleşirken ithalatımız 207 Milyon \$ seviyelerinde olmuştur (TÜİK). Verileri incelediğimizde ihracatımızda meydana gelen artışın yanında ithalatta yaşadığımız gerileme dış ticaret açısından olumlu bir gösterge olmaktadır. Çünkü bu durum cari açığın azaldığını göstermektedir.

Uygulanan program ve planlar hem yurtdışı hem de yurtiçi olumlu sonuçlar sağlamıştır. Fakat bu olumlu gidişat 2012 senesine gelindiğinde ülkemiz ve dünyadaki ekonomik dalgalanmanın tesiriyle kayda değer düzeyde yavaşladığı görülmüştür.

Eğilmez' in verilerine göre, ülkemizin büyüme oranı 2010 yılında % 9.2 olurken, 2011' e geldiğimizde bu oran %8,5' e düşmüştür. 2012 yılında % 2,2, 2013 % 3,8, 2014 yılında % 3,0 son olarak 2015 yılında % 6,1 olmuştur. 2016 yılına gelindiğinde, büyüme oranı %2,9 olarak kaydedilmiş ve bir önceki yıla göre bir hayli düşmüştür.

3. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA POLİTİKASI ÜZERİNE ETKİSİ: GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLER İÇİN EKONOMETRİK BİR ANALİZ

Finansal serbestleşme gelişmekte olan ekonomilerde 1980 yılından itibaren makroekonomik değişkenleri etkilemeye başlamıştır. Yapılan ampirik çalışmaların amacı, finansal serbestliğin gelişmekte olan ekonomileri olumlu ya da olumsuz nasıl etkilediğini göstermeye çalışmaktır. Finansal serbestleşme birçok iktisadi okul tarafından farklı değerlendirilmektedir. Çalışmanın bu kısmında finansal serbestleşmenin gelişmekte olan ekonomilerin para politikası üzerindeki etkisi; seçilen değişkenler ve ekonometrik yöntem ile tespit edilmeye çalışılmıştır. Ekonometrik analiz ncesi; GOÜ’ e yönelik yapılan çalışmalar incelenmiş ve varılan sonuçlar özetlenmiştir.

3.1. Literatür Taraması

Literatürde konuyla ilgili yapılmış çalışmalar bulunmaktadır. Başlangıçtaki araştırmalar finansal gelişmişlik kavramını ticari açıklık kavramı ile ilişkilendirmektedir. Zamanla finans piyasalarının gelişmesiyle finansal serbestleşmenin daha çok sermaye hareketliliği ile incelendiği görülmüştür.

İlk olarak ticari açıklık ile para politikası incelemelerine baktığımızda 1993 yılında Romer’ in çalışması görülmektedir. Romer makalesinde; ticari açıklık ile enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemiş ve çalışmaya 114 ülkeyi dahil etmiştir. alışmasında daha açık olan ekonomilerin ortalama enflasyon oranlarının daha düşük olduğu sonucuna varmıştır. Açıklık göstergesi olarak, toplam ithalatın gayri safi yurtiçi hasıladaki payı kullanılmıştır. Açıklık ve enflasyon arasında güçlü ve sağlam bir negatif bağlantı olduğunu makalesinde göstermiştir. Ayrıca Romer (1993), para politikasının taahhtnn bulunmamasının yüksek enflasyon ile sonuçlanacağını savunmaktadır. Dolayısıyla, eğer para otoritelerinin açıklık cazibesi enflasyonun önemli bir belirleyicisiyse, daha açık ekonomilerde parasal otoriteler ortalama olarak daha az büyüyecek ve sonuçta ortalama enflasyon oranı daha düşük olacaktır.

Berument ve Doğan (2003), açıklığın para politikasına etkisini incelemişlerdir. Yazarlar bu çalışmada Türkiye' nin 1987:1-2001:1 yıllarını içeren çeyrekli veri setini kullanmışlardır. Ulaştıkları ampirik kanıt; açıklığın, para politikasının çıktı üzerindeki etkisinin azaldığını göstermektedir; ancak fiyatlar üzerindeki etki istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Berument ve Doğan (2003), para politikasının seçimi için açıklık düzeyinin göz önüne alınmasını savunmuşlardır. Çalışmalarında, açıklık düzeyinin ortalama enflasyon oranı ile negatif ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Böylece yazarlar Romer (1993)' in incelemesine paralel sonuçlar elde etmişlerdir.

Wu ve Lin (2006), Asya 4 (Hong Kong, Kore, Singapur ve Tayvan) ve G 7 (Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, İngiltere ve Amerika) ülkelerini çerçeveleyen çalışmalarında, açıklık ve enflasyon arasındaki ilişkinin farklı korelasyonlara sahip oldukları sonucuna varmışlardır. Her ülkenin kendine özgü coğrafi, kültürel ve tarihsel geçmişinin olması, ülkenin açıklık ve enflasyon deseninin değişmesini güdüleyen faktörlerdir. Ampirik çalışmanın sonucu Romer' in bulguları ile uyuşmamaktadır. Makalenin esas amacı, araştırmacıların açıklık ve enflasyon arasında tek tip bir ilişki bulmak yerine farklı ülkeler arasında meydana gelen farklı korelasyonların nedenine değinmelidirler.

Wynne ve Kersting (2007), çalışmasında açıklık ve enflasyon arasında güçlü bir negatif ilişki olduğunu belirtmiştir. Literatür, ticari açıklık üzerine odaklanma eğilimindedir. Küreselleşme direkt olmasada enflasyonu düşürmüş, artan rekabetle yurtiçi verimlilik artışını hızlandırmıştır. Çünkü ticaret ülkelere karşılaştırmalı avantajlara sahip oldukları faaliyetlerde uzmanlaşma sağlamıştır. Ülkelerin nispi olarak verimsiz olan sektörleri küçülürken, karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olan sektörleri genişlemektedir. Daha hızlı verimlilik artışı, firmalara maliyetleri arttırmayıp, daha yüksek ücret ödemelerine olanak tanımaktadır.

Güneş ve Konur (2013), dışa açıklık ve enflasyon ilişkisini inceleyen çalışmalarında; 2000-2011 yılları arasındaki çeyrekli verileri kullanmaları açısından bir ilk niteliği taşımaktadır. Çalışmada zaman serisi kullanılmıştır ve Türkiye ekonomisinde enflasyon ve dışa açıklık arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Bunun anlamı; dış açıklık enflasyonu hem kısa dönemde hem de uzun dönemde etkilemektedir. Ulaştıkları sonuçlara göre; kısa dönemde dış açıklık enflasyonu negatif yönde fakat enflasyon dış açıklığı pozitif yönde etkilemektedir. Uzun dönemde ise, eşbütünlüşme ilişkisi olduğu için enflasyon ve dış açıklığın birbirlerini aynı yönde etkilediklerini göstermektedir.

Kızılgöl ve İpek (2015), ekonominin dış ticarete açıklık derecesi ile enflasyon ilişkisi para politikası açısından önemli olduğu için yaptıkları çalışma bu amaç doğrultusunda gerçekleşmiştir. Türkiye ekonomisi için enflasyon ve dış ticaret açıklığı arasındaki ilişki zaman serisi kullanılarak analiz edilmiştir. Ulaştıkları sonuca göre, kısa ve uzun dönem için ticaret açıklığının enflasyon üzerindeki etkilerinin istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü olduğu tespit edilmiştir.

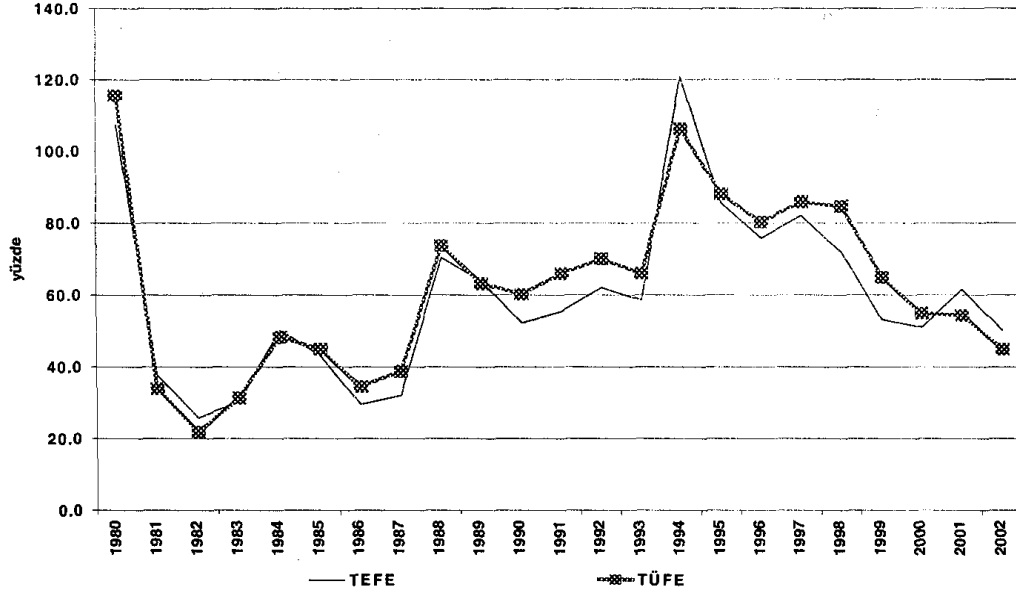
Finansal serbestleşmenin para politikası üzerine etkilerini inceleyen çalışmalara baktığımızda;

Pierdzioch (2002), makalesinde uluslararası sermaye mobilitesinin para politikası üzerine etkisini incelemiştir. Pierdzioch, Obstfeld ve Rogoff ‘un geliştirdiği ve açık ekonomilerdeki makroekonomik politikaların etkinliğini analiz eden ‘new-open economy macroeconomics’ (NOEM) modelini kullanmıştır. Elde ettiği sayısal simülasyon sonuçları, Marshall-Lerner koşulunun geçerli olduğu durumda, daha yüksek sermaye hareketliliğinin para politikasının etkinliğini arttırdığını göstermiştir.

Emil ve Vehbi (2003), makalelerinde 1989 yılında 32 sayılı kanunla kabul edilen sermaye serbestliğinin büyüme üzerindeki etkisini test etmişlerdir. Aynı zamanda sermaye hareketlerine getirilen serbestinin enflasyon üzerine etkisini de yorumlamışlardır. Buna göre; kur rejimi tam esnek olmayan ülkeler, sermaye hareketlerinin talep artışı ve enflasyon yaratan etkilerini kırmak için araç olarak para politikasını tercih etmektedirler. Sermaye girişleri nedeniyle yerli parada meydana gelecek değerlenmeyi önlemek için Merkez Bankası sterilizasyon uygulamasına gitmektedir. Çalışmalarında, açık piyasa işlemlerinin bu amaçla sıklıkla kullanıldığını ve bu aracın kısa vadede etki göstermesinden dolayı ülkeler tarafından sıklıkla tercih edildiği sonucuna ulaşmışlardır. Ampirik sonuca göre; *“1981-1989 döneminde büyümede görülen nispi istikrarın*

enflasyonda görülmediğini ve enflasyonun sürekli bir artış eğilimine girdiğini bulmuşlardır. Buna neden olarak özellikle kamu ücretlerinde yaşanan reel artışlar ve kamu maliyesindeki olumsuzluğu göstermişlerdir.”

Şekil 4: Tefe-Tüfe Değişim Oranı (%)



(Emil ve Vehbi, 2003: 5)

Berument ve Dinçer (2004), çalışmasında sermaye girişlerinin gelişmekte olan ve küçük ekonomilerin makroekonomik performansı üzerine etkilerini incelemektedirler. 1992:01-2001:06 aylık verileri ile VAR modelini kullanılmışlardır. Buldukları yenilikler; kısa dönemde sermaye girişlerinin ulusal parayı değerlendirdiği, çıktı ve para arzını arttırdığı, ancak faiz oranları ve fiyatlar üzerinde düşürücü yönde olduğudur. Aynı zamanda; döviz kuru rejiminin, sermaye akımlarının makroekonomik performans üzerine etkisinin olmadığını bulmuşlardır.

Tytell ve Wei (2005), 1975 yılından 1999 yılına kadar 62 ülke için yıllık veri (22 sanayileşmiş ve 40 gelişmekte olan ülke) kullanmışlardır. Finansal küreselleşmenin ülkeleri düşük enflasyonlu para politikaları izlemesine neden olabileceğini, ancak bunun bütçe açığını azaltmaya teşvik ettiğine dair bir kanıt bulamamışlardır.

Bilir (2006), çalışmasında finansal serbestleşmenin para politikası üzerindeki etkisini 1980 ve 2005 yıllarına ait enflasyon oranlarını kullanarak göstermiştir.

Şekil 5: Yıllara Göre Enflasyon Oranları (%)

Yıllar	TEFE	TÜFE	Deflatör
1980	98,8	115,6	89,6
1981	35,5	33,9	44,3
1982	26,5	21,9	28,3
1983	29,7	31,4	26
1984	49,5	48,4	48,5
1985	41,6	45,0	52,9
1986	27,9	34,6	35,6
1987	36,8	38,9	33,5
1988	64,6	73,7	69,7
1989	62,3	64,3	75,5
1990	48,6	60,4	57,6
1991	59,2	71,6	59,2
1992	61,4	66,0	63,5
1993	60,3	71,1	67,4
1994	149,6	125,5	107,3
1995	65,6	76,0	87,2
1996	84,9	79,8	78
1997	91,0	99,1	81,2
1998	54,3	69,7	75,3
1999	62,9	68,8	55,8
2000	32,7	39,0	50,9
2001	88,6	68,5	55,3
2002	30,8	29,7	44,4
2003	13,9	18,4	22,5
2004	13,8	9,3	9,5
2005	2,6	7,7	5,3
1980-2005	53,5	56,4	54,8
1980-1989	47,3	50,7	50,4
1990-1999	73,7	78,8	73,3
2000-2005	30,4	28,7	31,3

(Bilir, 2006: 172)

1989 sonrası dönemde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi enflasyon oranlarını 1980’li yıllara göre önemli ölçüde yükseltmiştir. Sonuçlara baktığımızda, özellikle 1989 sonrası periyotta, fiyat istikrarı amacının sağlanamadığı görülmektedir. Başka bir ifadeye göre; finansal serbestleşme enflasyon artışını getirmiştir. Bilir’ in ifadesiyle; “2000 ve 2001 yılındaki krizlere kadar fiyat istikrarı temel hedef değilken, yaşanan krizler sonucunda fiyat istikrarı temel amaç haline gelmiş ve para programında enflasyon hedefleri sayısal olarak belirlenmiştir.” 2001 yılı Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı’nın temel amacı fiyat istikrarı olmuştur. Özellikle 2001’ den sonra enflasyon oranı istikrarlı bir şekilde düşmüş ve fiyat istikrarı amacına yaklaşmıştır. Bunun sonucunda 2005 yılına gelindiğinde enflasyon tek haneli rakamlara inmiştir.

Gürbüz (2006), çalışmasında 1990:1-2005:3 dönemine ait verileri kullanmıştır. Kısa vadeli sermaye akımlarının; parasal göstergelerin içerdiği faiz oranı, döviz kuru ve enflasyon oranına etkisini; yatırım ve GSYİH artışı gibi reel sektörlere etkisi ve dış ticaret üzerine etkileşimi VAR modeli ile incelemektedir. Ulaşılan sonuca göre, kısa vadeli sermaye girişlerinin olumlu etkileri; GSYİH üzerinde kısa vadeli artış ve yerli paraya değer kazandırırken, olumsuz etkisi dış ticaret dengesi üzerine olmuştur. Uzun dönemde ise, faiz oranlarını yükseltirken enflasyon oranı ile ilişkisinin anlamsız olduğu görülmüştür. Aynı zamanda, kısa vadeli sermaye akımlarının ekonomiye ani giriş-çıkışlarından dolayı ekonomideki kırılganlık ve istikrarsızlık ortamını arttırdığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Pruski ve Szpunar (2008), Polonya ekonomisine odaklanarak, hem para politikasının yürütülmesi hem de finansal piyasa istikrarı ve gelişimi için artan sermaye akımlarının sonuçlarını analiz etmişlerdir. Enflasyon hedeflemesinin, artan sermaye akışlarıyla ve bunun döviz kuru istikrarıyla ilişkili olumsuz sonuçları ile baş etmek için uygun bir strateji oluşturduğunu belirtmişlerdir. Polonya deneyimi, yüksek sermaye akımları ve döviz kuru dalgalanmalarına rağmen, enflasyon hedeflemesi rejimi altında düşük enflasyon ve cari işlemler açığının eşlik ettiği güçlü ekonomik büyümenin sağlanabildiğini çalışmalarında göstermektedirler.

Kavas (2011), çalışmasında Türkiye' de finansal serbestleşme sürecinin para politikasına olan etkisini incelemiştir. Yazar, 1990- 2010 dönemi için kurduğu modelde literatür ile paralel sonuçlar elde etmiştir. Çalışmasında finansal açıklık ile enflasyon oranı arasında negatif yönlü ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Eser (2012), kısa vadeli sermaye hareketlerinin yarattığı olumsuz etkileri önlemek için Tobin vergisi olarak bilinen yöntemin Türkiye' de uygulanabilirliğini inceleyen çalışmasında, enflasyonla ilgili görüşlerine de yer vermektedir. Gelişmekte olan ekonomilere sermaye akımının artmasının fiyatları etkileyeceğini ve bu etkinin düşürücü yönde olduğunu altını çizmektedir. Yüksek enflasyona sahip ülkelerde sermaye girişlerinin artması sonucunda hedefledikleri enflasyon oranlarını gerçekleştiremediklerini savunmaktadır. Çalışmasında, sermaye mobilitesinin para

arzında yarattığı artışın sınırlandırılması ve yine sermaye girişinin kur üzerindeki etkisi azaltılabilirse enflasyona hakim olunabileceğini ve düşürülebileceği görüşünü desteklemektedir.

Dalkılıç (2015), finansal serbestleşme ile büyüme arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemiş aynı zamanda serbestleşmenin enflasyon üzerindeki etkisine de değinmiştir. Gelişmekte olan ekonomilerde sermaye girişlerinin en önemli etkilerinden biri, ulusal paraların değerinin artmasıdır. Çalışmasında; ortaya çıkan bu gelişmenin kısa vadede enflasyonu bastırıcı bir etkisi olduğunun altını çizmektedir. Dalkılıç' a göre bu etki iki türlü meydana gelmektedir. *“Birincisi, TÜFE içinde yer alan bir takım ithal mallarının fiyatlarının azalmasıyla birlikte, iç talebin ithal mallarına doğru kaymasıdır. Yurtiçi talepteki bu azalış, ortaya çıkacak enflasyonu azaltıcı nitelikte olabilmektedir. İkinci ise, ithal hammadde ve yatırım mallarının fiyatlarının görece olarak ucuzlamasıdır.”* bunun sonucunda girdi maliyetlerinde bir azalma meydana gelecek ve bu azalma yerli üretimi arttırarak enflasyon üzerinde düşürü etki yapacağı sonucuna ulaşmıştır.

Yukarıda bahsettiğimiz literatür taraması aşağıdaki tablo da özet şeklinde gösterilmiştir.

Tablo 5: Literatür Taramasına Ait Bilgilerin Özeti

Yazarlar	Çalışmanın Yılı	İnceleme Dönemi, Değişkenler ve Yöntem
Romer	1993	1993; kullanılan değişkenler toplam ithalatın gayri safi yurtiçi hasıladaki payı ve enflasyon oranıdır. EKK yöntemi uygulanmıştır.
Pierdzioch	2002	NOEM modeli kullanılmıştır. Kullanılan değişkenler; nominal faiz oranı, reel ve nominal döviz kurudur.
Berument ve Doğan	2003	1987:1-2001:1; açıklık değişkeni iki farklı şekilde nitelendirilmiştir. (1) ithalat + ihracat/GSYİH, (2) ithalat/GSYİH, M1,M2,M2Y, enflasyon oranı ile reel GSYİH. Çalışmada açık ekonomi modeli kullanılmıştır.
Berument ve Dinçer	2004	1992:1- 2001:6 arası dönemde yapılan çalışmada VAR modeli kullanılmıştır.
Tytell ve Wei	2005	1975-79, 1980-84, 1985-89, 1990-94 ve 1995-99 dönemi arasında yapılan çalışmada en küçük mutlak sapma yöntemi kullanılmıştır. İncelemede iki eşitlik kullanılmaktadır. Enflasyon eşitliğinde kullanılan değişkenler; döviz kuru esnekliği, merkez bankası bağımsızlığı ve ticari açıklıktır. Açıklık denkleminde maliye politikalarının belirleyicileri olarak hükümetin kırılmalılığı ve kutuplaşma değişkenleri kullanılmıştır.

Wu ve Lin	2006	Çalışma birinci periyod: 1973-1999 ve 1973-2001 olmak üzere iki bölümde incelenmektedir. VAR modeli kullanılmıştır. Söz konusu ülkelere ait reel GSYİH, M/GSYİH ve enflasyon oranı değişkenlerine yer verilmektedir.
Gürbüz	2006	1990:1-2005:3 dönemi arasında yapılan çalışmada kullanılan değişkenler; Net Kısa Vadeli Sermaye Girişi, Özel Kesim Tüketim Talebi, Özel Kesim Yatırım Talebi, Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla, Bankalararası Gecelik Reel Faiz Oranı, Reel Döviz Kuru İndeksi, Enflasyon Oranı ve Net İhracattır.EKK yöntemi, Var modeli yardımı ile araştırılmıştır.
Pruski ve Szpunar	2008	1997–1998, 1999–2003 ve 2004–2006 olmak üzere çalışmasını üç farklı döneme ayırmıştır. Polonya ekonomisinin artan sermaye hareketleri karşısında, enflasyon hedeflemesinin durumu analiz edilmiştir
Kavas	2011	1992:1-2009:4 dönemi; EKK yöntemiyle araştırılmıştır. Ekonometrik analizde kullanılan değişkenler: TUFE Tüketici Fiyatı Endeksi % Değişim (1987=100) FAO_SA Finansal Açıklık Oranı (Doğrudan Yatırımlar+Portföy Yatırımları)/ GSYİH TAO_SA Ticari Açıklık Oranı Dış Ticaret Hacmi / GSYİH M2Y_SA M2Y Para Arzı Artış Oranı
Güneş ve Konur	2013	2000:1-2011:4 dönemi arasında; kullanılan değişkenler dışa açıklık ve enflasyondur. Eş-bütünleme ve vektör hata düzeltme modeli teknikleri kullanılmıştır.
Kızılgöl ve İpek	2015	1992:1-2013:3 dönemi arasında kullanılan değişkenler; enflasyon, ticaret açıklığı, dış borç, ticaret hadleridir. Çalışmada kullanılan yöntem ARDL' dir.

3.1.1. VERİ SETİ VE EKONOMETRİK YÖNTEM

Çalışmanın bu bölümünde, finansal gelişmişliği gösteren değişkenlerin para politikasının düzgün işleyip işlemediğini gösteren enflasyon oranı üzerine etkisini inceleyen bir ekonometrik model kurulmuştur. İlk olarak veri seti ve değişken tanımları yapıp sonrasında kullanılan ekonometrik yöntemle dair bilgiler verilmiş ve modelin sonuçları değerlendirilmiştir.

3.1.2. VERİ SETİ

Çalışmamızın bu bölümünde finansal serbestleşmenin para politikası üzerine etkisi, liberalizasyon üzerinde etkili olduğu düşünülen değişkenlerle ampirik olarak analiz edilmiştir. Kullanılan değişkenler finansal gelişmişliğe ilişkin değişkenlerdir. Ampirik analizde, Türkiye' nin de içinde bulunduğu üst orta gelir grubu ülkelerinden Brezilya, Çin,

Güney Afrika, Kolombiya, Malezya, Meksika, Moritus, Peru ve Tayland seçilmiştir. Ülkelerin belirlenmesinde verilerin sağlanabilirliği göz önüne alınmıştır.

Modelimizde 2005 ve 2015 dönemine ait yıllık veriler kullanılmıştır. Çalışmadaki veriler Dünya Bankası (WB) sitesinden alınmış olup, E- Views 9.5 ekonometrik paket programı ile modellenmiştir. Kullanılan değişkenlerin tanımları tablo halinde aşağıda verilmektedir.

Tablo 6: Ekonometrik Analizde Kullanılan Değişkenler ve Tanımları

Değişkenler	Tanımları
ENF	Tüketici Fiyat Endeksi
PA	Geniş Para Arzı / GSYİH
CID	Cari İşlemler Dengesi / GSYİH
YK	Özel Sektöre Yönelik Yurtiçi Krediler / GSYİH
PKO	Piyasa Kapitalizasyon Oranı / GSYİH

Söz konusu bağımsız değişkenlerden elde edilen katsayıların işaretleri (pozitif-negatif) bağımlı değişken ile aralarındaki ilişkinin yönü de belirtilmektedir. Uygulamada kullanılan CID değişkeni, finansal açıklık oranını temsil etmektedir (Kar ve Kara, 2001: 5). Bağımlı değişken ile arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. PA değişkeni ülkenin finansal gelişmişliğini ölçülmesinde çok duyarlı bir gösterge olmasada literatürde yaygın olarak kullanıldığı için çalışmamızda da kullanılmıştır. Bağımlı değişken ile arasında pozitif yönlü ilişki olduğu görülmüştür. Finansal gelişmişliği gösteren bir diğer değişkenimiz özel sektöre sağlanan yurtiçi krediler ve piyasa kapitalizasyon oranıdır. Bu değişkenlerin bağımlı değişken ile arasındaki ilişki negatif yönlü çıkmıştır. Analizdeki verilerin normal dağılışa uygun olduğu test edilmiş ancak değişen varyans ve çoklu doğrusal bağlantı problemlerinin giderilmesi için logaritmik dönüşüm ve fark denklemleri uygulanmıştır.

Finansal liberalizasyonun para politikası üzerindeki etkisinin belirlenmesinde ampirik yöntem olarak Panel Veri Analizi tercih edilmiştir. Söz konusu yöntemin sahip olduğu avantajlara literatürden hakim olduğu için ve elde edilecek sonuçların daha iyi olabileceği varsayımı bu yöntemin seçilme nedenidir. Panel veri analizi, modele dahil olan değişkenler için araştırılan birimler/ülker de aynı davranış gözetiliyorsa, diğerlerinin davranışları gözlemlenerek incelenen ülke ya da birimin davranışı hakkında bilgi

edinebilme avantajını sağlamaktadır. Dolayısıyla panel veri, belirli bir ülke ya da birime ait olarak zaman serisi analizine göre daha güvenilir tahminleme yapma imkanı vermektedir (Tuncay, 2010: 150).

Panel veri regresyonu, $y_{nt} = \alpha + \beta X_{nt} + v_{nt}$ şeklinde ifade edilmektedir. Buradaki X_{nt} ($n=1, \dots, N$; ve $t= 1, \dots, T$) n simgesi; hanehalkı, ülke ya da firma vb. birimleri, t simgesi ise zamanı ifade etmektedir. Sonuç olarak panel veri regresyonu, zaman serisi ya da kesit regresyonundan farklı olarak n ve t gibi iki alt indisten oluşmaktadır (Hsiao, 2003:7). Değişkenlerimizin modellenmesi aşağıda gösterilmektedir.

$$ENF = f(PA, CID, YK, PKO)$$

3.1.3. EKONOMETRİK YÖNTEM

Finansal serbestleşmenin para politikası üzerine etkisini incelediğimiz 2005-2015 dönemi içerisinde gelişmekte olan ekonomiler için değişkenler arası ilişkinin saptanmasında En Küçük Kareler Yöntemi'nden (EKK) yararlanılmıştır.

İstatistiksel bir yöntem olan regresyon çözümlemesi, iki veya daha fazla değişken arasındaki neden-sonuç ilişkisini tanımlamak ve tahmin yapabilmek amacıyla kullanılmaktadır. Regresyon çözümlemesinde değişkenler arasındaki bağlantıyı göstermek için matematiksel model oluşturulur ve bu model regresyon modeli olarak isimlendirilmektedir. Regresyon modelinin gerçek modele ne kadar benzediğini bulmak için EKK yönteminin varsayımlarını gerçekleştirip gerçekleştirmediği kontrol edilmektedir. Hata kareler toplamını en küçük yapmayı amaçlayan EKK yönteminin geçerli olmasını sağlayan varsayımlar aşağıda maddelendirilmiştir. Bu varsayımlar (Akkaya ve Pazarlıoğlu, 2000: 93);

- Normal dağılışı,
- Bağımsız değişkenler arasında ilişki olmaması (çoklu doğrusal bağlantının olmaması)
- Sabit varyans
- Otokorelasyon olmamasıdır

3.2. AMPİRİK ANALİZ VE MODEL TAHMİNLERİ

Yukarıda belirttiğimiz gibi bir modelin sağlamlığı, güvenilirliği ve gücü varsayımların sınanması ile ölçülmektedir. Söz konusu varsayımlardan biri oluşturulan regresyon modelinde, hata teriminin birbirini izleyen değerleri arasında ilişki olduğunu belirten otokorelasyonun (Autocorrelation) olmamasıdır. Otokorelasyonu araştırmak amacıyla Durbin-Watson test istatistiğinden yararlanılmıştır. Modele ait Eviews çıktıları aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 7: Panel Veri için Durbin – Watson Testi

Dependent Variable: ENF				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/15/17 Time: 23:26				
Sample: 2005 2015				
Periods included: 11				
Cross-sections included: 10				
Total panel (balanced) observations: 110				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PA	0.059539	0.834533	0.071344	0.9433
CID	-0.016789	0.067694	-0.248019	0.8046
YK	-0.385620	0.446696	-0.863273	0.3901
PKO	-0.405770	0.145602	-2.786844	0.0064
C	4.389199	2.168482	2.024088	0.0457
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.524132	Mean dependent var	1.342256	
Adjusted R-squared	0.459691	S.D. dependent var	0.600364	
S.E. of regression	0.441302	Akaike info criterion	1.320237	
Sum squared resid	18.69572	Schwarz criterion	1.663934	
Log likelihood	-58.61301	Hannan-Quinn criter.	1.459642	
F-statistic	8.133576	Durbin-Watson stat	1.869575	
Prob(F-statistic)	0.000000			

H_0 : Otokorelasyon yoktur H_1 : Otokorelasyon vardır.

Tablo değerinin bulunması %5 anlamlılık seviyesinde, n gözlem ve $k^1 = k-1$ bağımsız değişken için Durbin-Watson tablo değerleri alt ve üst sınırları d_L ve d_U EK' deki tablolardan bulunur. Yukarıdaki model çıktısından DW d istatistiğinin değeri: 1.87 ' dir.

Tablo 7.1: D-W testi karar tablosu

H ₀ red	Kararsız bölge	Otokorelasyon yoktur	Kararsız bölge	H ₀ red
0	1.68	1.79	2.21	2.32
	d _L	d _U	4-d _U	4-d _L

$d_U < d < 4 - d_U$ yani $1.79 < 1.87 < 2.21$ ise veriler arasında otokorelasyon yoktur. Buna göre H_0 hipotezi kabul edilmektedir.

Çoklu regresyon modelinde meydana gelebilecek bir başka sorun da çoklu doğrusallık (multicollinearity) problemidir. Bağımsız değişkenler arasındaki korelasyonun yüksek olduğu durumdur. Çoklu doğrusallığın yüksek olması katsayı tahminlerinin istikrarsızlaşmasını ve katsayıların standart hatalarının büyümesi açısından sorun yaratmaktadır. Dolayısıyla, kurulan modelde çoklu doğrusallığın olup olmadığının test edilmesi gerekmektedir. Bunun için bir “i” değişkeni ile diğer bağımsız değişkenler arasındaki çoklu doğrusallığın incelenmesi için bir kriter olan Varyans Enflasyon Faktörü (Variance Inflation Factor) “VIF” kullanılmaktadır. VIF’ $VIF_i = 1 / (1 - R_i^2)$ formülü ile elde edilmiştir. Formülde kullanılan R_i^2 , bağımsız değişkenlerin sırası ile bağımlı değişken olmasından sonra elde edilen yardımcı regresyon modelinin katsayısını ifade etmektedir. VIF değerinin 5’ in üzerinde çıkması çoklu doğrusallığın önemli olabileceğini kabul etmiştir.

Tablo 8: Çoklu Doğrusallık Testi

Dependent Variable: PA
Method: Panel Least Squares
Date: 05/16/17 Time: 00:17
Sample: 2005 2015
Periods included: 11
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 110

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CID	0.001478	0.008235	0.179480	0.8579
YK	0.473866	0.025274	18.74948	0.0000
PKO	0.010015	0.017686	0.566300	0.5725
C	2.283044	0.125984	18.12165	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.990703	Mean dependent var	4.298923
Adjusted R-squared	0.989553	S.D. dependent var	0.525292
S.E. of regression	0.053692	Akaike info criterion	-2.900527
Sum squared resid	0.279630	Schwarz criterion	-2.581380
Log likelihood	172.5290	Hannan-Quinn criter.	-2.771079
F-statistic	861.3478	Durbin-Watson stat	0.669053
Prob(F-statistic)	0.000000		

$VIF_{PA}: 1/1-0.99=100>5$ çoklu doğrusal bağlantı önemlidir.

Tablo 8.1: Çoklu Doğrusallık Testi (1)

Dependent Variable: CID
Method: Panel Least Squares
Date: 05/16/17 Time: 00:18
Sample: 2005 2015
Periods included: 11
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 110

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PA	0.224622	1.251517	0.179480	0.8579
YK	0.533023	0.667814	0.798160	0.4267
PKO	-0.320821	0.215947	-1.485651	0.1406
C	-0.638791	3.251881	-0.196437	0.8447

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.478419	Mean dependent var	1.219797
Adjusted R-squared	0.413893	S.D. dependent var	0.864594
S.E. of regression	0.661913	Akaike info criterion	2.123228
Sum squared resid	42.49844	Schwarz criterion	2.442375
Log likelihood	-103.7775	Hannan-Quinn criter.	2.252676
F-statistic	7.414416	Durbin-Watson stat	1.683597
Prob(F-statistic)	0.000000		

$VIF_{CID}: 1/1-0.48 = 1.92<5$ çoklu doğrusal bağlantı önemsizdir. cid değişkeni çoklu doğrusal bağlantıya neden olmaz.

Tablo 8.2: Çoklu Doğrusallık Testi (2)

Dependent Variable: YK
Method: Panel Least Squares
Date: 05/16/17 Time: 00:20
Sample: 2005 2015
Periods included: 11
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 110

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

PA	1.653937	0.088212	18.74948	0.0000
CID	0.012241	0.015337	0.798160	0.4267
PKO	-0.012184	0.033072	-0.368406	0.7134
C	-2.911768	0.394390	-7.382961	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.980146	Mean dependent var	4.162954	
Adjusted R-squared	0.977690	S.D. dependent var	0.671565	
S.E. of regression	0.100309	Akaike info criterion	-1.650538	
Sum squared resid	0.975995	Schwarz criterion	-1.331390	
Log likelihood	103.7796	Hannan-Quinn criter.	-1.521090	
F-statistic	399.0590	Durbin-Watson stat	0.602528	
Prob(F-statistic)	0.000000			

VIF_{YK}: $1/1-0.98=50>5$ çoklu doğrusal bağlantı önemlidir.

Tablo 8.3: Çoklu Doğrusallık Testi (3)

Dependent Variable: PKO
Method: Panel Least Squares
Date: 05/16/17 Time: 00:20
Sample: 2005 2015
Periods included: 11
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 110

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PA	0.329018	0.580997	0.566300	0.5725
CID	-0.069347	0.046678	-1.485651	0.1406
YK	-0.114678	0.311283	-0.368406	0.7134
C	3.280688	1.475034	2.224144	0.0285
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.808759	Mean dependent var	4.133123	
Adjusted R-squared	0.785100	S.D. dependent var	0.663842	
S.E. of regression	0.307739	Akaike info criterion	0.591465	
Sum squared resid	9.186226	Schwarz criterion	0.910613	
Log likelihood	-19.53060	Hannan-Quinn criter.	0.720913	
F-statistic	34.18447	Durbin-Watson stat	1.910482	
Prob(F-statistic)	0.000000			

VIF: $1/1-0.81=5.22>5$ çoklu doğrusal bağlantı önemlidir.

Yapılan analiz sonucunda para arzı, özel sektöre sağlanan yurtiçi krediler ve piyasa kapitilizasyon oranı değişkenlerinin VIF değerleri beşten büyük olması nedeniyle, fark denklemleri oluşturularak tekrardan VIF kriteri uygulanmış ve sorun giderilmiştir.

Değişken dönüştürme yöntemi ile elde edilen yardımcı regresyon modellerinin sonuçları aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir.

Tablo 9: Fark Denklemleri ile ÇDB Testi

Dependent Variable: PA
Method: Panel Least Squares
Date: 05/16/17 Time: 00:54
Sample (adjusted): 2006 2015
Periods included: 10
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 100

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CID	-0.002722	0.005119	-0.531834	0.5962
YK	0.324021	0.066468	4.874815	0.0000
PKO	0.004832	0.010361	0.466397	0.6421
C	0.011565	0.005380	2.149625	0.0344

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.307850	Mean dependent var	0.028512
Adjusted R-squared	0.212381	S.D. dependent var	0.046411
S.E. of regression	0.041188	Akaike info criterion	-3.420578
Sum squared resid	0.147595	Schwarz criterion	-3.081905
Log likelihood	184.0289	Hannan-Quinn criter.	-3.283511
F-statistic	3.224607	Durbin-Watson stat	2.199798
Prob(F-statistic)	0.000733		

$$VIF_{PA}: 1/1-0.31= 1.45 < 5$$

Tablo 9.1: Fark Denklemleri ile ÇDB Testi (1)

Dependent Variable: YK
Method: Panel Least Squares
Date: 05/16/17 Time: 01:03
Sample (adjusted): 2006 2015
Periods included: 10
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 100

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PA	0.662133	0.135827	4.874815	0.0000
CID	0.008177	0.007276	1.123705	0.2642
PKO	0.004518	0.014821	0.304851	0.7612
C	0.033136	0.007047	4.701893	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.394867	Mean dependent var	0.052357
Adjusted R-squared	0.311400	S.D. dependent var	0.070954
S.E. of regression	0.058879	Akaike info criterion	-2.705920
Sum squared resid	0.301608	Schwarz criterion	-2.367248
Log likelihood	148.2960	Hannan-Quinn criter.	-2.568853
F-statistic	4.730830	Durbin-Watson stat	2.066193
Prob(F-statistic)	0.000007		

$$VIF_{YK}: 1/1-0.39= 1.64 < 5$$

Tablo 9.2: Fark Denklemleri ile ÇDB Testi (2)

Dependent Variable: PKO				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/16/17 Time: 01:05				
Sample (adjusted): 2006 2015				
Periods included: 10				
Cross-sections included: 10				
Total panel (balanced) observations: 100				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PA	0.516141	1.106656	0.466397	0.6421
CID	-0.070458	0.052447	-1.343417	0.1826
YK	0.236170	0.774706	0.304851	0.7612
C	-0.009550	0.057050	-0.167397	0.8674
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.042470	Mean dependent var	0.015168	
Adjusted R-squared	-0.089603	S.D. dependent var	0.407808	
S.E. of regression	0.425687	Akaike info criterion	1.250513	
Sum squared resid	15.76521	Schwarz criterion	1.589185	
Log likelihood	-49.52563	Hannan-Quinn criter.	1.387579	
F-statistic	0.321562	Durbin-Watson stat	2.953510	
Prob(F-statistic)	0.983633			

$$VIF_{PKO}: 1/1-0.04= 1.04 < 5 \text{ önemsizdir.}$$

Kurulan fark denklemlerinden sonra çoklu doğrusallık probleminin giderildiğini söyleyebiliriz.

Doğrusal bir regresyon çözümlemesinin sağlamlığında hata teriminin varyansının sabit olması (Homoskedasticity) önem taşımaktadır. Aksi durumsa değişen varyans (Heteroskeasite) olarak kabul edilmektedir. Gauss- Markov hipotezinin ve Klasik En Küçük Kareler yönteminin temel varsayımlarından biri olan “Hata terimi tüm gözlemler için sabit varyanslıdır ” görüşünden sapmaya verilen isim heteroskeasitedir. Modelimizde değişen varyansın olup olmadığını saptamak için White Testi uygulanmıştır. Bu test

varyans ve standart hatalarla ilgili olup White Testi olarak anılmaktadır. Halbert White çalışmalarında asimtotik örnekler için gerçek ana kütle değerlerine ilişkin güvenilir bir metot olduğunun altını çizmiştir. Ayrıca değişen varyanslarda meydana gelebilecek yanlış tahminler sonucunda t ve F testlerinin de güvenilirliğinin azalmasına karşı geliştirilmiş bir yöntemdir (Sümer, 2006: 18-19). Modelde kullandığımız veriler normal dağılışa uygun olmasına karşın, White’ ın önerdiği değişen varyans sınaması normallik varsayımını şart koşmamaktadır.

Tablo 10: Değişen Varyans (Heteroskedasticity) Sınanması- White Testi

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PA^2	-0.425727	73.89419	-0.005761	0.9954
CID^2	4.999402	22.87120	0.218589	0.8274
YK^2	29.33149	41.76679	0.702268	0.4842
PKO^2	26.17979	13.75085	1.903867	0.0599
C	-677.7903	848.1817	-0.799110	0.4262
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.316496	Mean dependent var	305.4495	
Adjusted R-squared	0.223938	S.D. dependent var	376.9132	
S.E. of regression	332.0394	Akaike info criterion	14.56680	
Sum squared resid	10584014	Schwarz criterion	14.91049	
Log likelihood	-787.1739	Hannan-Quinn criter.	14.70620	
F-statistic	3.419434	Durbin-Watson stat	1.294399	
Prob(F-statistic)	0.000237			

H_0 : Sabit varyans H_1 : Farklı varyans prob $> \alpha$: 0.05

Test sonuçlarına göre tüm katsayıların prob değerleri α : 0.05 önem seviyesinden büyük olduğu için, H_0 hipotezi kabul edilir. Yani modelde heteroskedasite olmadığı sonucuna ulaşılır. Ülkelerin varyansı birbirinden farklı değildir.

Panel veri analizinde sabit ya da rassal etkili modellerin hangisinin seçileceğine karar vermek için Hausman tarafından geliştirilen test kullanılmaktadır. Hausman’ ın sıfır

spesifikasyon testi (iki bileşenli bir panel modelinde bireysel özellikli rassal etkiler ve açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon bulunmadığı varsayımından hareketle) hem sıfır hem de alternatif spesifikasyonlarla tutarlı bir alternatif tahminleyicinin varlığı üzerine temellendirilmektedir (Nerlove, 2002: 36).

Tablo 11: Hausman Testi

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: RANDOM
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	15.280955	4	0.0042

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
PA	0.001400	-0.001320	0.000818	0.9242
CID	-0.178381	-0.149814	0.001036	0.3749
YK	-0.052967	-0.025618	0.000238	0.0763
PKO	-0.018603	-0.006451	0.000014	0.0011

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: ENF
Method: Panel Least Squares
Date: 05/15/17 Time: 17:33
Sample: 2005 2015
Periods included: 11
Cross-sections included: 10
Total panel (balanced) observations: 110

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.809243	1.806730	5.429280	0.0000
PA	0.001400	0.033769	0.041458	0.9670
CID	-0.178381	0.060297	-2.958355	0.0039
YK	-0.052967	0.022537	-2.350253	0.0208
PKO	-0.018603	0.007878	-2.361471	0.0202

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.646378	Mean dependent var	4.438818
Adjusted R-squared	0.598492	S.D. dependent var	2.485357
S.E. of regression	1.574838	Akaike info criterion	3.864595
Sum squared resid	238.0911	Schwarz criterion	4.208293
Log likelihood	-198.5528	Hannan-Quinn criter.	4.004001
F-statistic	13.49819	Durbin-Watson stat	1.635780

Prob(F-statistic) 0.000000

H₀: Rastsal etki vardır prob: 0.0042 α : 0.05

H₁: Sabit etki vardır 0.0042 < 0.05

Hausman testinin sonucuna göre H₀ hipotezi reddedildiği için sabit etkili modelin seçilmesine karar verilmiştir. Bu durumda modeli sabit etki ile tahmin etmek gerekmektedir. Sabit etki tahmin sonuçları aşağıda verilmistir.

Tablo 12: Sabit Etki Tahmin Sonuçları

Dependent Variable: ENF

Method: Panel Least Squares

Date: 05/16/17 Time: 12:26

Sample: 2005 2015

Periods included: 11

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 110

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PA	0.001400	0.033769	0.041458	0.9670
CID	-0.178381	0.060297	-2.958355	0.0039
YK	-0.052967	0.022537	-2.350253	0.0208
PKO	-0.018603	0.007878	-2.361471	0.0202
C	9.809243	1.806730	5.429280	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.646378	Mean dependent var	4.438818
Adjusted R-squared	0.598492	S.D. dependent var	2.485357
S.E. of regression	1.574838	Akaike info criterion	3.864595
Sum squared resid	238.0911	Schwarz criterion	4.208293
Log likelihood	-198.5528	Hannan-Quinn criter.	4.004001
F-statistic	13.49819	Durbin-Watson stat	1.635780
Prob(F-statistic)	0.000000		

Yukarıdaki E-Views çıktısından hareketle katsayıların istatistiki anlamlılık durumunu incelediğimizde;

• H₀: PA=0 katsayı anlamsız H₁: PA≠0 katsayı anlamlı prob: 0.9670 α : 0.05 prob> α olduğu için H₀: *kabul edilir*. Bu katsayı istatistiki açıdan %5 önem düzeyinde anlamsızdır. PA değişkeninin enflasyon oranı üzerine etkisi yoktur.

• H_0 : $CID=0$ katsayı anlamsız H_1 : $CID \neq 0$ katsayı anlamlı prob: 0.00 $prob < \alpha$ olduğu için H_0 : *reddedilir*. Bu katsayı istatistiki açıdan %5 önem düzeyinde anlamlıdır. Değişkenin enflasyon oranı üzerinde etkisi vardır.

• H_0 : $YK=0$ katsayı anlamsız H_1 : $YK \neq 0$ katsayı anlamlı prob: 0.02 $prob < \alpha$ olduğu için H_0 : *reddedilir*. Bu katsayı istatistiki açıdan %5 önem düzeyinde anlamlıdır. Değişkenin enflasyon oranı üzerinde etkisi vardır.

• H_0 : $PKO=0$ katsayı anlamsız H_1 : $PKO \neq 0$ katsayı anlamlı prob: 0.02 $prob < \alpha$ olduğu için H_0 : *reddedilir*. Bu katsayı istatistiki açıdan %5 önem düzeyinde anlamlıdır. Değişkenin enflasyon oranı üzerinde etkisi vardır.

Ekonometrik modelin açık hali ;

$ENF = 9.809243 + 0.001400_{PA} - 0.178381_{CID} - 0.052967_{YK} - 0.018603_{PKO}$ olarak ifade edilmiştir.

Yukarıda açık halde ifade edilen modelimizin iktisadi katsayı yorumları aşağıda verilmektedir:

• Finansal açıklık oranındaki (cari işlemler dengesi) bir birimlik artış, enflasyon oranını 0.18 birim düşürmektedir.

• Özel sektöre sağlanan yurtiçi kredilerdeki bir birimlik artış, enflasyon oranını 0.05 birim düşürmektedir

• Piyasa kapitalizasyon oranındaki bir birimlik artış, enflasyon oranını 0.02 birim düşürmektedir.

Gelişmekte olan ekonomilerde 2005-2015 dönemi için kurduğumuz regresyon modelinden varılan sonuçlar, sermaye hareketleri ile enflasyon oranı arasındaki negatif yönlü ilişkiyi ortaya koymuştur. Literatürde mevcut olan durum teyit edilmektedir.

SONUÇ

1980 sonrası dönemde uluslararası boyutta yaşanan finansal dönüşümler gelişmekte olan ekonomileri ve Türkiye'yi etkilemiştir. 1989 yılında yıkılan Doğu Bloku bu süreci derinleştirip belirginleşmesine neden olmuştur. Dolayısıyla çalışmamızın ilk bölümünde dış ticaret ve finansal serbestleşme süreci ele alınmış, bu bağlamda ekonomik serbestleşme alanları ve sonrasında finansal serbestleşme türlerine değinilmektedir. Serbestleşme sürecini ele alan teorik alt yapılar ve finansal gelişmişliğin başlangıcından günümüze gelen tarihi aşamalarından bahsedilmiştir.

Serbestleşme politikalarının gündeme gelmesi, ülkelerin yaşadığı sermaye kıtlığı ve etkin olmayan kaynak dağılımından kurtulmak için gündeme gelmektedir. Bu politikalar doğrultusunda dışa açılan gelişmekte olan ekonomilerin önündeki kısıtlayıcı engeller kalkmış ve ülkeler sermaye hareketlerinden yararlanmaya başlamıştır.

Finansal serbestleşme hareketi ilk olarak gelişmiş ülke kategorisinde olan ABD ve İngiltere de başlamış, sonrasında Latin Amerika ülkeleri ve Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde benimsenmiştir. Fakat gidilen sistem değişikliği gelişmekte olan ülkelere yapısal özellikler göz ardı edildiği için gelişmiş ekonomiler kadar başarı sağlayamamıştır. Çünkü gelişmekte olan ülkelere eğer ekonomi belirli bir gelişmişliğe sahip değilse sermaye hareketlerinin ani giriş çıkışları ülkede finansal kırılganlığı ve krizleri arttırmaktadır.

Çalışmamızda finansal serbestleşmenin para politikası üzerine olan etkisi araştırıldığı için ikinci bölüme gelindiğinde; para politikası teorik olarak ele alınmıştır. Para politikasının amaçları, stratejileri, araçları gibi alt başlıklara ayrıntılı olarak değinilmektedir. Bölüm sonuna gelindiğinde Türkiye' de finansal serbestleşmenin iktisadi yapı üzerine etkisi işlenmiştir. Ulaştığımız sonuçlar şöyle özetlenebilir;

Para politikaları, 1980' li yıllarda öne çıkan finansal serbestleşme hareketi ile beraber politika stratejileri, amaç ve araçları etkilemiş ve bu çerçevede politika işleyişini sağlayan araçların yelpazesi genişlemiştir. Para politikasının ilk hedefi fiyat istikrarına yönelikken, serbestleşme sonrasında finansal piyasalar dış şoklara karşı savunmasız

duruma gelmiş dolayısıyla fiyat istikrarının yanında finansal istikrar da gündeme gelmiştir.

1970' li yıllara kadar birçok ülkede para politikası kapsamında doğrudan araçlar kullanılmaktayken, finansal serbestleşme ile birlikte dolaylı araçların kullanımı artmıştır. Bretton- Woods' un çöküşü, kur rejiminin değişimi ve sermaye hareketleri üzerindeki denetimlerin kısılması dolaylı araçların gündeme gelmesinde bir diğer önemli etken olmaktadır. Finansal ve teknolojik gelişmeler bu araçların kullanımını arttırmıştır.

Finansal serbestleşme sonrası para politikası stratejilerinde de alternatifler çoğalmıştır. Kullanılan stratejilerden ilki döviz kuru hedeflemesidir, ancak bu strateji bağımsız para politikası uygulamalarını bertaraf etmesi ve ekonomiyi dışsal şoklara duyarlı hale getirmesi gerekçesi ile önemini yitirmiştir.

Parasal hedefleme bir diğer para politikası stratejisidir. Finansal serbestleşme sonrası meydana gelen finansal yeniliklerle bu stratejinin uygulanması zorlaşmış ve etkinliği kalmamıştır. Dolayısıyla fiyat istikrarının sağlanabilmesi için finansal liberalizasyon sonrası enflasyon hedeflemesinin etkili olacağı görüşü hakim olmuştur.

Finansal serbestleşme sonrası, para politikası amacı fiyat istikrarının yanında finansal istikrar, para politikası araç kapsamında piyasa temelli dolaylı politika araçlarını ve strateji olarak da enflasyon hedeflemesini tercih edildiği görülmüştür.

Son bölüme geldiğimizde yapılan ampirik analizin sonuçları literatürde var olan sonuçlarla paralellik göstermektedir. Analizde, on ülkenin dahil edildiği finansal gelişmişlik aşamalarının başlangıcından günümüze kadar finansal açıklığın para politikasına etkisi, ekonometrik analiz kapsamında araştırılmıştır. 2005-2015 dönemini ele alan çalışmamızın sonucunda finansal açıklık ile enflasyon oranı arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu saptanmıştır. Ulaştığımız sonuçlar Kavas' ın (2011) çalışması ile paralel iken Bilir' in (2006) çalışmasındaki sonuçlarla aynı değildir.

Genel bir değerlendirme yaptığımızda, finansal serbestleşme sonrası sermaye hareketlerinin üzerindeki baskının kalkması ile gelişmekte olan ekonomilere sermaye girişlerinin artmasının enflasyon üzerinde azaltıcı etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Mekanizmanın işleyişini Türkiye bazında açıklayacak olursak; sermaye akımlarının

artması ile kurlardaki etki TL' ye değer kazandırmaktadır. Ülkemizdeki üretim, mal ithalatına dayandığı için Türk Lirasındaki değerlenme maliyetler üzerinde azaltıcı etki yaratarak, enflasyon oranını aşağıya çekmiştir. Ülkeye sermaye girişini arttıran unsur, faiz oranlarındaki yüksekliktir. Ancak bu durum maliyet artışına yol açtığı için ithal mal fiyatları aracılığıyla bu durum nötr hale getirilmiştir.

Tüm bunlardan yola çıkarak özetleyecek olursak; finansal serbestleşmeyle ülkelerde artan sermaye akımları, enflasyon üzerinde düşürücü etki yaratmıştır. Finansal serbestleşme olumlu yanını enflasyon üzerinde gösterirken, olumsuzluğu ise cari açık üzerinde olmuştur. Şöyleki 2001 Krizi sonrasında uygulanan daraltıcı politikalar ile enflasyon ve faiz oranlarında düşüşler yaşanırken, ithalatta meydana gelen artışlarla cari açık şişmeye başlamıştır. Dolayısıyla yoğun sermaye hareketlerine maruz kalan finansal piyasalar ve ekonominin kırılganlığı artmıştır. Kısa vadeli sermayenin bir anda ülkeye girişi ile yarattığı dalgalanmalar ekonomik dengelerin sarsılmasına neden olmuş ve meydana gelen istikrarsızlıkla durumunda bir anda ülkeden çıkıp krizlere zemin hazırlamıştır.

Sermaye girişlerine açık birçok gelişmekte olan ekonomide ve Türkiye ekonomisinde yaşanan krizlerde sermaye akımlarının belirleyici olduğu görülmektedir. Ekonomik yapıda süreklilik gösteren güvensizlik ve bunun ardından oluşan finansal krizlerin önüne geçebilmek için, sermaye akımlarına ve ülkelerin ekonomik yapılarına uygun politika aracı tercih edilmelidir.

Sonuç olarak gelişmekte olan ekonomiler, finansal serbestleşmenin neden olduğu makroekonomik tutarsızlıklardan dersler çıkarıp kendi ülkelerine has tedbirleri uygulamaktadırlar. Burada altının çizilmesi gereken durum finansal serbestleşmenin olumsuz sonuçlarını önlemek için uygun ve kesin bir metodunun bulunmadığıdır. Gelişmekte olan ekonomiler serbestleşmenin faydalarını en yüksek seviyeye taşımak için birden fazla önlemi uygulamaya koymalıdır. Bu bağlamda gerek Türkiye gerekse gelişmekte olan ülkeler ekonomilerini doğru politika tercihleri ile yapısal olarak güçlendirip, makroekonomik dengelerini stabil duruma getirdikten sonra finansal serbestleşmenin olumsuz etkilerini bertaraf edebileceklerdir.

KAYNAKÇA

- Akçay, Memduh Aslan, *Para Politikası Araçları: Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar*, Devlet Planlama Teşkilatı Uzmanlık Tezi, 1997.
- Akdiş, Muhammed, *Para Teorisi ve Politikası*, İstanbul: Beta Basım, 2001.
- Akkaya, Onur, *Türkiye’de 1980 Sonrası Yasanan Liberalizasyon Sürecinde Döviz Kuru Değerlerinin Analizi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2007.
- Akkaya, Şahin, M. Vedat Pazarlıoğlu, *Ekonometri I*, İzmir: Berk Masa Üstü Yayıncılık, 2000.
- Akyol Eser, Kezban, *Finansal Serbestleşme Sürecinde Artan Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Ekonomisine Etkileri, Riskler ve Politika Araçları*, Mesleki Yeterlik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Ankara, 2012.
- Alp, Ali, *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*, Ankara: Borsa İstanbul, 2002.
- Arıcan, Erişah, Güçlü Okay, “Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği”, *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, 1/1, (2014), s. 1-50.
- Atamtürk, Burak, “Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’ de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi”, *Marmara Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23/2, (2007). s. 75-89.
- Bank of England, “The Transmission Mechanism of Monetary Policy”, *The Monetary Policy Committee*, (1999), s. 2-12.
- Başkaya, Fikret, *Çığrından Çıkmış Bir Dünya*, Ankara: Maki Basın Yayın, 2006.
- Başoğlu, Ufuk, “Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları”, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3/4, (2000), s. 88-98.

- Berument, Hakan, Burak Doğan, “ Openness and the Effectiveness of Monetary Policy: Empirical Evidence from Turkey”, *Bilkent University Department of Economics Library*, 10, (2003), s. 217- 221.
- Berument, Hakan, N. Nergiz Dinçer, “ Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance In Emerging Markets? The Turkish Experince”, *Emerging Markets Finance and Trade Journal*, 40/4, (Temmuz- Ağustos 2004), s. 20-33.
- Bilir, Burcu, *Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2006.
- Bozkurt, Cuma, Pelin Karatay Göğül, “Para ve Maliye Politikalarının Koordinasyonu”, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 2/2, (Mayıs 2010), s. 27-44.
- Budak, Fatih, Özlem Özer, “İşçi ve İşveren Sendikalarının Genel Sağlık Sigortası Uygulamalarına Yönelik Bilgi ve Görüşleri: Türkiye Örneği” *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*, 5, (Ocak, 2012), s. 48-60.
- Cambazoğlu, Birgül, Hacer Simay Karaalp, “Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği”, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 19/2, (2012) s. 53-66.
- Cengiz, Vedat, “Parasal Aktarım Mekanizması İşleyişi ve Ampirik Bulgular”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 33, (Temmuz-Aralık 2009), s. 225-247.
- Ceylan, Cengiz, *Küreselleşmenin Sektörel Etkileri Araştırma Projesi*, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, 2011.
- Çelik, Ali Vefa, Aysun Evrensel, Beril Eryol, Derya Yücel, Ebru Uzun, Nesrin İlhan, Özge Akıncı, Yüksel Görmez, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları*, Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2006.
- Çetin, Mehmet, *Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği*, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2010.

- Dağdelen, İlhan, “Liberalizasyon”, <http://www.insanbilimleri.com/makaleler/ekonomi/Liberalizasyon.pdf>, (Ekim 2004), s. 1-66, (erişim tarihi: 14.07.2016).
- Daldal, Şule, “ Kapitalizmin Bütünsel Bir Analizi: John Maynard Keynes” *Toplum Demokrasi*, 3, (Mayıs-Aralık, 2009), s. 41-66.
- Dalkılıç, Remziye, *Finansal Serbestleşmenin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri*, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın, 2015.
- De Brunhoff, Suzanne, *Marx'ın Para Teorisi*, (çev. Uğur Selçuk Akalın), İstanbul: Kalkedon Yayıncılık, 2009.
- Demirer, Temel, *Gericilik Döneminde Dünya ve Türkiye*, İstanbul: Sorun Yayınları, 1993.
- Dornbusch, Rudiger ve Stanley Fischer, *Makro Ekonomi*, (çev. Erhan Yıldırım, Salih Ak ve diğerleri), Ankara: McGraw-Hill- Akademi, 1998.
- Durgun Özlem, "Küreselleşme Sürecinde Finansal Serbestleşmenin Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri", www.mevzuatdergisi.com/2007/03a/02.htm, (2007), s.1-7, (erişim tarihi: 09.07.2016).
- Eğilmez, Mahfi, “Kendime Yazılar”, www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikasi.html, (Eylül 2012), (erişim tarihi: 15.12.2016).
- Emil, Ferhat, Tuğrul Vehbi, “Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 14/48, (2003), s. 1-23.
- Ercan, Fuat, “Meta ve Para Analizinde Finans Kapital (1970 Sonrası Yaşanan Ekonomik İlişkiler için Teorik Bir Çerçeve)”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 8/27, (1997), s. 157-186.
- Eroğlu, Nadir, “Türkiye’de İktisat Politikalarının Gelisimi”, *Marmara Üniversitesi Atatürk İlkeleri ve Tarihi Araştırma ve Uygulama Merkezi 80. Yılında Türkiye Cumhuriyeti Sempozyumu*, (Ekim 2007), s. 8-10.
- Eser, Kadir, “ Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 4/10, (1993), s. 83-100.

- Gouverneur, Jacques, *Kapitalist Ekonominin Temelleri*, (çev. Fikret Başkaya), Ankara: İmge Kitabevi Yayınları, 1997.
- Güneş, Hürşit, *Türkiye’de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği*, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 1990.
- Güneş, Şahabettin, Fatih Konur, “Türkiye Ekonomisinde Dışa Açıklık ve Enflasyon İlişkisi Üzerine Ampirik Bir Analiz”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8/2, (Ekim 2013), s. 7- 20.
- Gür, Ekin Toksöz, *Kredi Kanalının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2003.
- Gürbüz, Rana, *Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri*, Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin, 2006.
- Hilferding, Rudolf, *Finans Kapital*, (çev. Yılmaz Öner), İstanbul: Belge Yayınları, 1995.
- Hsiao, Cheng, *Analysis of Panel Data*, Cambridge University Press, 2003.
- İnsel, Aysu, Nesrin Sungur, “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği – 1989: III – 1999: IV”, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, 2003/8, (Aralık 2003), s. 1-29.
- Kar, Muhsin, M. Akif Kara, “Finansal Entegrasyon ve Sermaye Akışkanlığı: Türkiye Örneği”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 16/180, (Mart 2001), s. 62-71.
- Kara, A. Hakan, Musa Orak, “ Enflasyon Hedeflemesi”, *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü*, (Ekim 2008).
- Karluk, Rıdvan, *Uluslararası Ekonomi*, Eskişehir: Bilim Teknik Yayınevi, 1987.
- Kasapoğlu, Özgür, *Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2007.
- Kavas, Kadriye, *Finansal Serbestleşmenin Para Politikasına Etkisi: Türkiye Uygulaması*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2011.
- Kaymakçı, Oğuz, *Küreselleşme Üzerine Notlar*, Ankara: Nobel Yayınları, 2007.

- Kepek, Yakup, Nurhan Yentürk, *Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2004.
- Keskin, Nagehan, *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği*, Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2008.
- Keyder, Nur, “Para: Teori, Politika, Uygulama”, Ankara: Bizim Büro Basımevi, 1993.
- Kılıç, Cüneyt, “Finansal Liberalizasyon Sürecinde Türkiye’nin Sektörel Yapısında Meydana Gelen Değişmeler”, *Kafkas Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3/4, (2012).
- Kızılgöl, Özlem Ayvaz, Evren İpek, “Türkiye’de Enflasyon ile Ticaret Açıklığı Arasındaki İlişki”, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (2015), s. 43- 54.
- Koçyiğit, Dilek, *Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2009.
- Mishkin, Frederic S. , “Inflation Targeting in Emerging Market Countries”, *NBER Working Paper*, 7618, (Mart 2000) s. 1-12.
- Mishkin, Frederic S. , “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes”, *NBER Working Paper*, 6965, (Şubat 1999) s. 1-46.
- Mishkin, Frederic S. , “The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy”, *NBER Working Paper*, 8617, (Aralık 2001) s. 1-21.
- Nerlove Marc, *Essays in Panel Data Econometrics*, USA: Cambridge University Press, 2002.
- Ongun, M. Tuba, “Finansal Globalleşme”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 4/9, (1993), s. 35-46.
- Önder, Timur, *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2005.
- Öztürk, Y. K., S. Kuşçu, “Finansal serbestleşme: İlk deneyimler ve kriz”, <http://journals.manas.edu.kg/reforma/oldarchives/2011><http://journals.manas.edu.kg>

[.kg/reforma/oldarchives/2011-1-49/2_1012-3922-1-PB.pdf](http://www.ekonomik.gov.tr/keg/reforma/oldarchives/2011-1-49/2_1012-3922-1-PB.pdf)49/2_1012-3922-1-PB.pdf, (2010), s. 10-21, (erişim tarihi: 17.07.2016).

Öztürkler, Harun, Affan Hakan Çermikli, “Türkiye’de Bir Parasal Aktarım Kanalı Olarak Banka Kredileri”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 44/514, (2007), s. 57-68.

Parasız, İlker, *Para Politikası (Türkiye Uygulamaları)*, Bursa: Ezgi Kitabevi, 1998.

Paya, Merih, *Para Teorisi ve Para Politikası*, İstanbul: Filiz Yayınevi, 1998.

Pekten, Ali, “Genel Sağlık Sigortası Sistemi ve Getirdiği Yenilikler”, *Sayıştay Dergisi*, 61, (2006), s. 119-138.

Pierdzioch, Christian, “Capital Mobility, Consumption Substitutability, and the Effectiveness of Monetary Policy in Open Economies”, *Kiel Working Paper*, 1110, (Mayıs 2002), s. 1-24.

Pirimoğlu, Baki, *Para Politikası*, Eskişehir, 1990.

Pruski, Jerzy, Piotr Szpunar, “Capital Flows and Their Implications for Monetary and Financial Stability: The Experience of Poland” *BIS Papers*, 44, (2008), s. 403-421.

Reinhart, Carmen ve Ioannis Tokatlidis, “Before and After Financial Liberalization”, *MPRA Paper*, 6986, (2005), s. 1 – 39.

Roger, Scott, “Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges”, *International Monetary Fund Working Paper*, 236, (Ekim 2009), s. 1-31.

Romer, David, “Openness and Inflation”, *The Quarterly Journal of Economics*, 108/4, (Kasım 1993), s. 869-903.

Seyidoğlu, Halil, *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*, İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2009.

Sönmez, Sinan, “Türkiye’de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü mü? Kalkınmanın İtici Gücü mü?”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 14/49, (2003), s. 211 – 224.

Sümer, Kutluk Kağan, “White’ın Heteroskedisite Tutarlı Kovaryans Matrisi Tahmini Yoluyla Heteroskedasite Altında Model Tahmini” *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 4, (2006), s. 12-28.

- Sweezy, Paul, *Kapitalist Gelişme Teorisi*, (çev. Gülsüm Akalın), İstanbul: Kalkedon Yayınları, 2007.
- Şen, Hüseyin, “Fiyat İstikrarının Sağlanması”, *Bankacılar Dergisi*, 10/31, (Aralık 1999), s.107-114.
- Tuncay, Özhan, *Döviz Kuru Politikalarının Ekonomik Analizi (Türkiye Örneği)*, Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2010.
- Tunç, Havva, *Uluslararası Ticaret, Para ve Finans*, İstanbul: Alfa Yayınları, 2004.
- Tutar, Eser, *Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye’de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2005.
- Tükel, Özge, *Finansal Serbestleşmenin Türkiye’ nin Ekonomik Performansı Üzerine Etkisi*, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2007.
- Tüleykan, Hayrettin, Selçuk Bayramoğlu, “Türkiye’de 24 Ocak Kararları ile Başlayan Finansal Serbestleşmenin Günümüz İktisadi ve Mali Yapısına Yansımaları”, *The Journal of Academic Social Science Studies*, 44, (Mart 2016), s. 401-420.
- Türkiye Cumhuriyet Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, “Temel Ekonomik Göstegeler, <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Istatistik-Sunum-Sayfasi?mid=249&cid=26&nm=41#>, (Ocak 2017).
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, “Parasal Aktarım Mekanizması”, <http://www.tcmb.gov.tr>, (2013), s. 1-17, (erişim tarihi: 05.12.2016).
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, “ Merkez Bankası Faiz Oranlar” <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Merkez+Bankasi+Faiz+Oranlar>, (erişim tarihi: 10.01.2017).
- Tytell, Irina, Shang-Jin Wei, “Global Capital Flows and National Policy Choices”, *NBER Working Paper*, <http://www.nber.org/~wei/data/tytell&wei2005/Tytell%20Wei%207-15> 05.pdf (Temmuz 2005), s. 1-43, (erişim tarihi: 06.02.2017).

- Ural, Mert, *Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasa Kırılganlıkları*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2003.
- Uysal, Yaşar, *Bölüşüm İlişkileri ve Bu İlişkilerin Düzenlenmesinde Etkili Olabilecek İktisat Politikalarının Değerlendirilmesi Türkiye Örneği*, Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1997.
- Wu, Chung-Shu, Jin-Lung Lin, “The Relationship between Openness and Inflation in Asia 4 and G7”, <http://dspace2.lib.nccu.edu.tw/bitstream/140.119/23231/1/wu%5B1%5D.pdf>, (Haziran 2006), (erişim tarihi: 10.02.2017).
- Wynne, Mark A. , Erasmus K. Kersting, “Openness and Inflation”, *Staff Papers Federal Reserve Bank of Dallas*, 2, (Nisan 2007), s. 2-28.
- Yay, Gülsün G. , “ Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi”, *İktisat Dergisi*, 470/471, (Şubat-Mart 2006), s. 3-17.
- Yentürk, Nurhan, “Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 8/27, (Kış 1997), s. 131-155.

EKLER

EK 1: Dünya Bankası veriler

Ulke	Yıl	ENF	PA	CID	YK	PKO
Brezilya	2005	6.87	60.42	1.57	31.84	53.23
Brezilya	2006	4.18	64.57	1.23	35.43	64.12
Brezilya	2007	3.64	69.81	0.11	40.69	98.04
Brezilya	2008	5.66	72.54	-1.66	45.78	34.91
Brezilya	2009	4.89	79.02	-1.46	47.49	80.22
Brezilya	2010	5.04	79.25	-3.43	52.76	69.97
Brezilya	2011	6.64	82.03	-2.94	58.11	47
Brezilya	2012	5.4	86.15	-3.01	62.63	49.88
Brezilya	2013	6.2	83.76	-3.03	64.41	41.38
Brezilya	2014	6.33	89.15	-4.31	67.09	34.91
Brezilya	2015	9.03	95.15	-3.32	67.86	27.64
Kolombiya	2005	5.05	30.71	-1.29	29.27	34.46
Kolombiya	2006	4.3	32.1	-1.79	33.36	34.57
Kolombiya	2007	5.54	33.55	-2.9	37.64	49.16
Kolombiya	2008	7	35.7	-2.65	37.72	35.95
Kolombiya	2009	4.2	36.7	-1.99	39.96	60.1
Kolombiya	2010	2.28	37.88	-3.02	43.7	72.64
Kolombiya	2011	3.41	39.6	-2.9	44.72	60.01
Kolombiya	2012	3.18	42.89	-3.03	48.92	70.9
Kolombiya	2013	2.02	45.61	-3.19	50	53.31
Kolombiya	2014	2.88	46.71	-5.14	52.63	38.78
Kolombiya	2015	5.01	49.23	-6.48	47.13	29.43
Çin	2005	1.82	151.09	5.79	111.84	17.58
Çin	2006	1.46	157.49	8.42	109.16	41.62
Çin	2007	4.75	149.29	9.94	105.73	126.09

Çin	2008	5.86	148.71	9.15	101.92	38.68
Çin	2009	-0.7	174.81	4.76	124.21	69.93
Çin	2010	3.31	175.74	3.9	126.3	66.02
Çin	2011	5.41	174.04	1.8	122.75	45.06
Çin	2012	2.62	180.28	2.52	128.5	43.19
Çin	2013	2.63	185.89	1.54	133.8	41.11
Çin	2014	2	190.75	2.65	140.15	57.29
Çin	2015	1.44	203.1	3	156.34	74.38
G. Afrika	2005	3.4	66.97	-3.11	138.16	213.1
G. Afrika	2006	4.64	73.19	-4.45	156.98	261.83
G. Afrika	2007	7.1	79.09	-5.4	160.12	276.6
G. Afrika	2008	11.54	80.8	-5.72	140.35	168.32
G. Afrika	2009	7.13	77.68	-2.67	145.94	270
G. Afrika	2010	4.26	75.8	-1.46	148.98	246.44
G. Afrika	2011	5	74.64	-2.24	139.6	189.48
G. Afrika	2012	5.65	72.94	-5.13	146.47	229.03
G. Afrika	2013	5.45	70.83	-5.89	148.85	256.48
G. Afrika	2014	6.38	70.74	-5.3	150.87	265.85
G. Afrika	2015	4.59	74.13	-4.34	149.18	233.95
Malezya	2005	2.96	124.96	13.92	106.52	125.77
Malezya	2006	3.61	129.34	16.1	103.66	144.8
Malezya	2007	2.03	125.2	15.38	101.58	168.07
Malezya	2008	5.44	119.59	16.86	96.75	81.99
Malezya	2009	0.58	139.17	15.72	111.61	143
Malezya	2010	1.71	129.64	10.06	107.12	160.26
Malezya	2011	3.2	133.89	10.9	108.43	132.78
Malezya	2012	1.66	136.8	5.19	114.12	148.39
Malezya	2013	2.11	140.09	3.47	119.9	154.79
Malezya	2014	3.14	137.1	4.39	120.58	135.77
Malezya	2015	2.1	135.09	3.02	125.21	129.26
Moritus	2005	4.94	102.21	-5.16	75.28	37.02
Moritus	2006	8.93	93.11	-8.6	68.69	70.55
Moritus	2007	8.8	93.77	-5.32	71.75	97.16
Moritus	2008	9.73	96.5	-9.77	81.8	46.66
Moritus	2009	2.55	96.25	-7.17	80.08	72.1

Moritus	2010	2.89	97.49	-10.05	85.36	77.5
Moritus	2011	6.53	96.64	-13.55	89.31	68.11
Moritus	2012	3.85	98.57	-7.09	98.85	61.53
Moritus	2013	3.54	98.18	-6.19	106.31	73.72
Moritus	2014	3.22	101.4	-5.58	98.77	68.35
Moritus	2015	1.29	106.95	-4.84	102.81	61.96
Meksika	2005	3.99	35.82	-1.05	16.22	27.6
Meksika	2006	3.63	37.32	-0.78	19.4	36.09
Meksika	2007	3.97	37.85	-1.39	21.59	38.12
Meksika	2008	5.12	39.54	-1.85	20.84	21.25
Meksika	2009	5.3	44.77	-0.97	22.78	39.34
Meksika	2010	4.16	44.88	-0.5	23.48	43.22
Meksika	2011	3.41	45.56	-1.19	24.75	34.9
Meksika	2012	4.11	46.62	-1.43	26.37	44.25
Meksika	2013	3.81	48.99	-2.45	29.3	41.68
Meksika	2014	4.02	51.64	-2.02	29.62	36.99
Meksika	2015	2.72	53.23	-2.86	32.7	35.17
Peru	2005	1.62	29.65	1.51	19.37	31.74
Peru	2006	2	28.71	3.24	17.76	45.15
Peru	2007	1.78	32.35	1.43	21.42	67.91
Peru	2008	5.79	36.03	-4.41	25.93	31.42
Peru	2009	2.94	35.84	-0.6	25.44	59.31
Peru	2010	1.53	38.08	-2.56	25.37	70.07
Peru	2011	3.37	36.76	-1.85	27.14	47.68
Peru	2012	3.65	38.93	-2.66	28.22	53.28
Peru	2013	2.82	43.31	-4.27	31.59	40.26
Peru	2014	3.23	43.72	-4.08	34.15	39.22
Peru	2015	3.56	41.9	-4.87	37.42	29.91
Tayland	2005	4.54	104.12	-4.04	93.83	65.44
Tayland	2006	4.64	102.07	1.04	88.91	63.2
Tayland	2007	2.24	100.38	5.93	106.36	74.97
Tayland	2008	5.47	102.46	0.32	105.76	35.39
Tayland	2009	-0.85	109.99	7.88	109.04	62.85
Tayland	2010	3.27	109.05	3.37	115.78	81.46
Tayland	2011	3.81	120	2.54	130.72	72.45
Tayland	2012	3.02	121.21	-0.41	136.3	98.1
Tayland	2013	2.18	124.51	-1.15	142.49	84.4

Tayland	2014	1.89	128.01	3.73	147	106.46
Tayland	2015	-0.9	129.7	8.14	151.31	88.27
Türkiye	2005	10.14	40.55	-4.34	22.25	33.13
Türkiye	2006	9.6	42.39	-5.87	25.94	30.3
Türkiye	2007	8.76	43.93	-5.71	29.5	43.97
Türkiye	2008	10.44	48.64	-5.4	35.21	16.1
Türkiye	2009	6.25	54.68	-1.85	39.18	37.7
Türkiye	2010	8.57	56.2	-6.1	47.14	41.37
Türkiye	2011	6.47	54.82	-9.6	53.11	25.44
Türkiye	2012	8.89	55.44	-6.08	57.86	39.96
Türkiye	2013	7.49	60.72	-7.73	70.1	23.78
Türkiye	2014	8.85	60.53	-5.45	74.6	27.51
Türkiye	2015	7.67	63.14	-4.49	80.04	26.31

EK 2: Durbin- Watson Tablosu

SİS Home > [Stata Tablosu](#) > Durbin-Watson 0.05 Table

Critical Values for the Durbin-Watson Statistic (d)										
Level of Significance $\alpha = .05$										
n	k=1		k=2		k=3		k=4		k=5	
	d _L	d _U	d _L	d _U	d _L	d _U	d _L	d _U	d _L	d _U
6	0.61	1.40								
7	0.70	1.36	0.47	1.90						
8	0.75	1.33	0.56	1.78	0.37	2.29				
9	0.82	1.32	0.63	1.70	0.46	2.13	0.30	2.59		
10	0.88	1.32	0.70	1.64	0.53	2.02	0.38	2.41	0.24	2.82
11	0.93	1.32	0.66	1.60	0.60	1.93	0.44	2.28	0.32	2.65
12	0.97	1.33	0.81	1.58	0.66	1.86	0.51	2.18	0.38	2.51
13	1.01	1.34	0.86	1.56	0.72	1.82	0.57	2.09	0.45	2.39
14	1.05	1.35	0.91	1.55	0.77	1.78	0.63	2.03	0.51	2.30
15	1.08	1.36	0.95	1.54	0.82	1.75	0.69	1.97	0.56	2.21
16	1.10	1.37	0.98	1.54	0.86	1.73	0.74	1.93	0.62	2.15
17	1.13	1.38	1.02	1.54	0.90	1.71	0.78	1.90	0.67	2.10
18	1.16	1.39	1.05	1.53	0.93	1.69	0.82	1.87	0.71	2.06
19	1.18	1.4	1.08	1.53	0.97	1.68	0.86	1.85	0.75	2.02
20	1.20	1.41	1.10	1.54	1.00	1.68	0.90	1.83	0.79	1.99
21	1.22	1.42	1.13	1.54	1.03	1.67	0.93	1.81	0.83	1.96
22	1.24	1.43	1.15	1.54	1.05	1.66	0.96	1.80	0.86	1.94
23	1.26	1.44	1.17	1.54	1.08	1.66	0.99	1.79	0.90	1.92
24	1.27	1.45	1.19	1.55	1.10	1.66	1.01	1.78	0.93	1.90
25	1.29	1.45	1.21	1.55	1.12	1.66	1.04	1.77	0.95	1.89
26	1.30	1.46	1.22	1.55	1.14	1.65	1.06	1.76	0.98	1.88
27	1.32	1.47	1.24	1.56	1.16	1.65	1.08	1.76	1.01	1.86
28	1.33	1.48	1.26	1.56	1.18	1.65	1.10	1.75	1.03	1.85
29	1.34	1.48	1.27	1.56	1.20	1.65	1.12	1.74	1.05	1.84
30	1.35	1.49	1.28	1.57	1.21	1.65	1.14	1.74	1.07	1.83

31	1.36	1.50	1.30	1.57	1.23	1.65	1.16	1.74	1.09	1.83
32	1.37	1.50	1.31	1.57	1.24	1.65	1.18	1.73	1.11	1.82
33	1.38	1.51	1.32	1.58	1.26	1.65	1.19	1.73	1.13	1.81
34	1.39	1.51	1.33	1.58	1.27	1.65	1.21	1.73	1.15	1.81
35	1.40	1.52	1.34	1.58	1.28	1.65	1.22	1.73	1.16	1.80
36	1.41	1.52	1.35	1.59	1.29	1.65	1.24	1.73	1.18	1.80
37	1.42	1.53	1.36	1.59	1.31	1.66	1.25	1.72	1.19	1.80
38	1.43	1.54	1.37	1.59	1.32	1.66	1.26	1.72	1.21	1.79
39	1.43	1.54	1.38	1.60	1.33	1.66	1.27	1.72	1.22	1.79
40	1.44	1.54	1.39	1.60	1.34	1.66	1.29	1.72	1.23	1.79
45	1.48	1.57	1.43	1.62	1.38	1.67	1.34	1.72	1.29	1.78
50	1.50	1.59	1.46	1.63	1.42	1.67	1.38	1.72	1.34	1.77
55	1.53	1.60	1.49	1.64	1.45	1.68	1.41	1.72	1.38	1.77
60	1.55	1.62	1.51	1.65	1.48	1.69	1.44	1.73	1.41	1.77
65	1.57	1.63	1.54	1.66	1.50	1.70	1.47	1.73	1.44	1.77
70	1.58	1.64	1.55	1.67	1.52	1.70	1.49	1.74	1.46	1.77
75	1.60	1.65	1.57	1.68	1.54	1.71	1.51	1.74	1.49	1.77
80	1.61	1.66	1.59	1.69	1.56	1.72	1.53	1.74	1.51	1.77
85	1.62	1.67	1.60	1.70	1.57	1.72	1.55	1.75	1.52	1.77
90	1.63	1.68	1.61	1.70	1.59	1.73	1.57	1.75	1.54	1.78
95	1.64	1.69	1.62	1.71	1.60	1.73	1.58	1.75	1.56	1.78
100	1.65	1.69	1.63	1.72	1.61	1.74	1.59	1.76	1.57	1.78
150	1.72	1.75	1.71	1.76	1.69	1.77	1.68	1.79	1.66	1.80
200	1.76	1.78	1.75	1.79	1.74	1.80	1.73	1.81	1.72	1.82

Where n = number of observations and k = number of independent variables

Critical Values for the Durbin-Watson Statistic (d)										
Level of Significance $\alpha = .05$										
n	k = 6		k = 7		k = 8		k = 9		k = 10	
	d _L	d _U	d _L	d _U	d _L	d _U	d _L	d _U	d _L	d _U
11	0.20	3.01								
12	0.27	2.83	0.17	3.15						
13	0.33	2.70	0.23	2.99	0.15	3.27				
14	0.39	2.57	0.29	2.85	0.20	3.11	0.13	3.36		
15	0.45	2.47	0.34	2.73	0.25	2.98	0.18	3.22	0.11	3.44
16	0.50	2.39	0.40	2.62	0.30	2.86	0.22	3.09	0.16	3.30
17	0.55	2.32	0.45	2.54	0.36	2.76	0.27	2.98	0.20	3.18
18	0.60	2.26	0.50	2.47	0.41	2.67	0.32	2.87	0.24	3.07
19	0.65	2.21	0.55	2.40	0.46	2.59	0.37	2.78	0.29	2.97
20	0.69	2.16	0.60	2.34	0.50	2.52	0.42	2.70	0.34	2.89
21	0.73	2.12	0.64	2.30	0.55	2.46	0.46	2.63	0.38	2.81
22	0.77	2.09	0.68	2.25	0.59	2.41	0.51	2.57	0.42	2.73
23	0.80	2.06	0.72	2.21	0.63	2.36	0.55	2.51	0.47	2.67
24	0.84	2.04	0.75	2.17	0.67	2.32	0.58	2.46	0.51	2.61
25	0.87	2.01	0.78	2.14	0.70	2.28	0.62	2.42	0.54	2.56
26	0.90	1.99	0.82	2.12	0.74	2.24	0.66	2.38	0.58	2.51
27	0.93	1.97	0.85	2.09	0.77	2.22	0.69	2.34	0.62	2.47
28	0.95	1.96	0.87	2.07	0.80	2.19	0.72	2.31	0.65	2.43
29	0.98	1.94	0.90	2.05	0.83	2.16	0.75	2.28	0.68	2.40
30	1.00	1.93	0.93	2.03	0.85	2.14	0.78	2.25	0.71	2.36
31	1.02	1.92	0.95	2.02	0.88	2.12	0.81	2.23	0.74	2.33
32	1.04	1.91	0.97	2.00	0.90	2.10	0.84	2.20	0.77	2.31
33	1.06	1.90	0.99	1.99	0.93	2.09	0.86	2.18	0.80	2.28
34	1.08	1.89	1.02	1.98	0.95	2.07	0.89	2.16	0.82	2.26
35	1.10	1.88	1.03	1.97	0.97	2.05	0.91	2.14	0.85	2.24
36	1.11	1.88	1.05	1.96	0.99	2.04	0.93	2.13	0.87	2.22
37	1.13	1.87	1.07	1.95	1.01	2.03	0.95	2.11	0.89	2.20
38	1.50	1.86	1.09	1.94	1.03	2.02	0.97	2.10	0.91	2.18
39	1.16	1.86	1.10	1.93	1.05	2.01	0.99	2.09	0.93	2.16
40	1.18	1.85	1.12	1.92	1.06	2.00	1.01	2.07	0.95	2.15

45	1.24	1.84	1.19	1.90	1.14	1.96	1.09	2.02	1.04	2.09
50	1.29	1.82	1.25	1.88	1.20	1.93	1.16	1.99	1.11	2.04
55	1.33	1.81	1.29	1.86	1.25	1.91	1.21	1.96	1.17	2.01
60	1.37	1.81	1.34	1.85	1.30	1.89	1.26	1.94	1.22	1.98
65	1.40	1.81	1.37	1.84	1.34	1.88	1.30	1.92	1.27	1.96
70	1.43	1.80	1.40	1.84	1.37	1.87	1.34	1.91	1.31	1.95
75	1.46	1.80	1.43	1.83	1.40	1.87	1.37	1.90	1.34	1.94
80	1.48	1.80	1.45	1.83	1.43	1.86	1.40	1.89	1.37	1.93
85	1.50	1.80	1.47	1.83	1.49	1.86	1.42	1.89	1.40	1.92
90	1.52	1.80	1.49	1.83	1.47	1.85	1.45	1.88	1.42	1.91
95	1.54	1.80	1.51	1.83	1.49	1.85	1.46	1.88	1.44	1.90
100	1.55	1.80	1.53	1.83	1.50	1.85	1.48	1.87	1.46	1.90
150	1.65	1.82	1.64	1.83	1.62	1.85	1.60	1.86	1.59	1.88
200	1.71	1.83	1.70	1.84	1.69	1.85	1.68	1.86	1.67	1.87

Where n = number of observations and k = number of independent variables

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Nihan DEMİR
Doğum Yeri ve Tarihi : İZMİR/ 31.07.1990

EĞİTİM DURUMU

Lisans Öğrenimi : Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF İktisat
Yüksek Lisans Öğrenimi : İzmir Kâtip Çelebi Üniversitesi SBE
Finansal Ekonomi
Bildiği Yabancı Diller : İngilizce

İLETİŞİM

E-posta Adresi : n_demir90@hotmail.com
Telefon : 05548393717
Tarih : 03.07.2017