

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ  
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL LİBERALİZASYONUN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER  
VE TÜRKİYE ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

**Ayberk Nuri BERKMAN**

**DOKTORA TEZİ**

**ADANA / 2011**

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ  
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL LİBERALİZASYONUN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER  
VE TÜRKİYE ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

**Ayberk Nuri BERKMAN**

**Danışman: Prof. Dr. Muammer TEKEOĞLU**

**DOKTORA TEZİ**

**Adana / 2011**

## ÖZET

### FİNANSAL LİBERALİZASYONUN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER VE TÜRKİYE ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Ayberk Nuri BERKMAN

Doktora Tezi, İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Muammer TEKEOĞLU

Kasım 2011, 190 sayfa

Finansal liberalizasyon, farklı nitelikteki kurumların faaliyetlerindeki sınırlamaların ve döviz kontrollerinin azaltılması veya kaldırılması; yabancı kuruluşların ulusal finansal sisteme girişlerindeki engellemelerin azaltılması ve finansal kazançlar üzerindeki yüksek oranlı vergilerin azaltılması gibi unsurları kapsamaktadır. Finansal liberalizasyon yaklaşımının esas olarak dayandığı McKinnon - Shaw hipotezine göre, finansal baskılamanın sonlanması ile finansal liberalizasyon politikalarının uygulanması sonucunda tasarruf ve yatırımlarda meydana gelecek artış sayesinde daha etkin kaynak dağılımı sağlanacak ve ekonomik büyüme hız kazanacaktır. 1970’li yıllarda gelişmiş ülkelerin gündeminde olan finansal liberalizasyon politikaları, 1980’li yıllarda GOÜ’de de uygulanmaya başlanmıştır. 24 Ocak 1980 kararları ile birlikte bu politikalar Türkiye ekonomisinde uygulamaya geçirilmiş ve birçok finansal reform gerçekleştirilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, 1980 sonrası dönemde Türkiye ve GOÜ’de uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini analiz etmektir. Çalışmanın giriş bölümünden sonraki ikinci bölümünde finansal liberalizasyon kavramı ele alınmış, finansal liberalizasyonla ilgili teorik yaklaşımlara ve bu teorilere yönelik eleştirel yaklaşımlara değinilmiştir. Üçüncü bölümde Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyona yönelik olarak yapılan reformlar ve meydana getirdikleri sonuçlar üzerinde durulmuştur. Dördüncü bölümünde ise, Panel Veri yöntemi ile finansal liberalizasyon düzeyi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki modellenmiş ve elde edilen bulgular analiz edilmiştir. Son bölüm sonuç ve öneriler bölümüdür.

**Anahtar kelimeler:** Finansal Liberalizasyon, Finansal Baskılama, McKinnon-Shaw Hipotezi, Ekonomik Büyüme, Gelişmekte Olan Ülkeler.

**ABSTRACT****THE IMPACTS OF FINANCIAL LIBERALIZATION ON DEVELOPING COUNTRIES AND TURKEY****Ayberk Nuri BERKMAN****Ph.D. Thesis, Department of Economics****Supervisor: Prof. Dr. Muammer TEKEOĞLU****November 2011, 190 pages**

Financial liberalization, in a broader sense, is comprised of such components as minimization or elimination of constraint to the activities of institutions with various qualities and exchange rate controls; minimization of entry barriers to foreign institutions for gaining access to domestic financial system and reduction of high taxation on financial transactions. According to McKinnon - Shaw hypothesis, as the main milestone of financial liberalization approach, more efficient resource allocation and more rapid economic growth would be attained via termination of financial repression and increase in savings and investments due to the applications of financial liberalization policies. Financial liberalization policies of developed countries' agenda during the 1970s had also been applied in developing countries throughout the 1980s. Beginning with 24<sup>th</sup> January 1980 decrees, these policies are put into practice and various financial reforms are realized for Turkish economy.

The aim of this study is to analyze the impacts of financial liberalization policy applications on economic growth during post-1980 era in Turkey and other developing countries. Following the introduction, concept of financial liberalization in the light of related theoretical and critical approaches is mentioned in the second chapter of this study. In the third chapter, financial liberalization-related realized reforms in Turkish economy and their results are emphasized. The fourth chapter depicts the findings of panel data analysis for the relationship between financial liberalization level and economic growth. The final chapter contains conclusion and recommendations.

**Keywords:** Financial Liberalization, Financial Repression, McKinnon-Shaw Model, Economic Growth, Developing Countries.

## ÖNSÖZ

İktisatçıların genel olarak üzerinde görüş birliğine vardıkları konu, istikrarlı ve yeterli bir ekonomik büyüme seviyesine ulaşmak için, ülke kaynaklarının verimli alanlarda kullanılarak üretim artışı sağlanması ve böylelikle toplam gelirin arttırılması gereğidir. Ülke kaynaklarının bu amaç doğrultusunda dağıtılması söz konusu olduğunda ise finansal piyasalar dikkat çekmektedir. Nedeni ise, finansal kuruluşların ortaya çıkış sebeplerinin; kaynakların bir araya getirilmesi ve fona ihtiyacı olan üretken alanlara kanalize etmesi ile ifade edilecek olan finansal aracılık hizmeti olmasıdır. Böylece finansal piyasalar, büyüme ve kalkınma literatürünün çokça araştırdığı bir konu olmuştur.

Finansal piyasaların iktisadi büyüme ile olan ilişkisinin önemi, bu piyasaları ilgilendiren politikaların da büyüme üzerine olan etkisini ortaya koymaktadır. Finansal liberalizasyon politikaları da, finansal piyasalarda topyekûn bir değişikliğe yol açan politikalarlardır. Finansal liberalizasyon ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki, iktisadi büyüme ile ilgilenen araştırmacıların dikkatini çekmektedir.

Finansal liberalizasyonun tam zıttı politikalar finansal baskı politikalarıdır. Bu tanım, finansal liberalizasyon teorisinin baş mimarları olan McKinnon ve Shaw tarafından ortaya atılmıştır. Finansal baskıdan anlaşılan ise; faiz oranları üzerine tavan uygulaması, kredi dağılımlarının kontrol edilmesi ve belirlenen alanlara kullandırılması gibi uygulamalar ile finansal kuruluşların faaliyetlerinin kontrol altında tutulması ve devlet politikalarına göre yönlendirilmesidir. Finansal baskı uygulamalarında, finansal piyasalar üzerine tamamen devlet müdahalesi söz konusudur.

McKinnon ve Shaw'un da finansal liberalizasyon ile ilgili teorilerinin çıkış noktası finansal baskı uygulamalarıdır. McKinnon ve Shaw'a göre, finansal piyasalara uygulanan üzerindeki baskı ve kontrol, yatırımlar için gerekli olan fonları azaltmakta ve ekonominin uzun süreli büyümesini engellemektedir. Bu sonuca ulaşmadaki dayanakları ise; kaynakların marjinal verimlilik düzeyleri düşük yatırımlara aktarılması, tasarrufların da üretken olmayan finansal aktiflere yönelmesidir.

Yüksek lisans ve Doktora çalışmalarım sırasında danışmanım olarak maddi ve manevi desteğini üzerimden hiç eksik etmeyen kıymetli hocam ve Fakülte Dekanımız

Prof.Dr. Muammer TEKEOĞLU'na, bir önceki İktisat Bölüm Başkanımız sıfatıyla akademik hayatımızın başlarından itibaren ilgisini, bilgisini ve nezaketini benden ve diğer tüm asistan arkadaşlarımdan esirgemeyen değerli hocam Prof.Dr. Mahir FİSUNOĞLU'na, çalışmamı daha iyi noktalara taşımamda bana öneri ve destekleriyle ışık tutan değerli jüri üyelerinden Prof.Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL'a, Doç.Dr. Harun BAL'a ve Doç.Dr. Seyhan TAŞ'a sonsuz teşekkürlerimi bir borç bilirim.

Çalışmamın tasarımı ve uygulama aşamalarında bana fedakârca yardımda bulunan eski mesai arkadaşlarım ve eşsiz dostlarım Yrd.Doç.Dr. Erhan İŞCAN, Yrd.Doç.Dr. Ömer İSKENDEROĞLU, Yrd.Doç.Dr. Harun UÇAK ve Arş.Gör.Dr. İbrahim ARISOY'a ise minnettarlığımı yeterince göstermenin bir yolu olduğunu sanmıyorum.

Beni büyütüp yetiştiren anne ve babama; hayatımın anlamı, yegâne neşesi olan biricik eşim ve iki oğluma bana verdikleri sevgi ve destek için tüm kalbimle teşekkür ederim.

Bu çalışmada, İİBF2009-D3 proje numarası ile Çukurova Üniversitesi araştırma Fonu'ndan yararlanılmıştır.

Ayberk Nuri BERKMAN

Adana, 2011

## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLolar LİSTESİ.....	xii

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GİRİŞ

1.1. Araştırmanın Kapsamı.....	1
1.2. Araştırmanın Önemi ve Amacı .....	4
1.3. Yöntem .....	5

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL LİBERALİZASYON KAVRAMI VE TEORİK YAKLAŞIMLAR

2.1. Finansal Liberalizasyon Kavramı.....	6
2.1.1. İç Finansal Liberalizasyon .....	7
2.1.2. Dış Finansal Liberalizasyon .....	8

2.2. Finansal Liberalizasyon Teorileri .....	9
2.3. Finansal Liberalizasyonla İlgili Teorik Yaklaşımlar .....	15
2.3.1. Finansal Baskılama Ekolu.....	16
2.3.1.1. McKinnon-Shaw Modeli (1973).....	19
2.3.1.2. Kapur Modeli (1976) .....	26
2.3.1.3. Galbis Modeli (1977).....	28
2.3.1.4. Fry'ın Finansal Gelişme Modeli (1979).....	31
2.3.1.5. Mathieson Modeli (1980).....	32
2.3.1.6. Kumar'ın Finansal Gelişme Modeli (1983).....	33
2.3.2. Yeni Yapısalcı Ekol .....	34
2.3.2.1. Van Wijnbergen Modeli (1983).....	41
2.3.2.2. Taylor Modeli (1983) .....	43
2.4. Finansal Liberalizasyona Yönelik Eleştiriler .....	44
2.4.1. Yeni-Keynesci Ekol.....	45
2.4.1.1. Asimetrik Bilgi.....	47
2.4.1.2. Ters Seçim .....	50
2.4.1.3. Ahlâki Tehlike .....	51
2.4.1.4. Kredi Tayınlaması.....	52
2.4.2. Marxist Ekol .....	54
2.4.3. Post-Keynesci Ekol.....	56
2.4.4. Spekülatif Gelişme Ekolu.....	58

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FINANSAL LIBERALİZASYON'UN TÜRKİYE'DEKİ TARİHSEL GELİŞİMİ

3.1. 1980 Öncesi Türkiye'deki Ekonomi Politikaları .....	60
3.1.1. 1923-1932 Arasındaki Dönem .....	64
3.1.2. 1933-1938 Arasındaki Planlı Devletçilik Dönemi.....	65
3.1.3. 1939-1949 Arasındaki II. Dünya Savaşı ve Sonrası Dönemi .....	65
3.1.4. 1950-1960 Arasındaki Enflasyonist Gelişme Dönemi.....	66
3.1.5. 1961-1980 Dönemi (Kalkınma Planları Yılları).....	67
3.1.5.1. 1963-1967 Arasındaki 1. Kalkınma Planı Dönemi.....	67
3.1.5.2. 1968-1972 Arasındaki 2. Kalkınma Planı Dönemi.....	68
3.1.5.3. 1973-1977 Arasındaki 3. Kalkınma Planı Dönemi.....	69
3.1.5.4. 1979-1983 Arasındaki 4. Kalkınma Planı Dönemi.....	69
3.2. Türkiye'de 1980 Sonrası Yapısal Uyum ve Finansal Sistem.....	73
3.2.1. İç Finansal Liberalizasyon Dönemi (1980-1988).....	77
3.2.2. Dış Finansal Liberalizasyon Dönemi (1989-1999) .....	84
3.2.3. Finansal Kriz ve Sonrası Dönem (2000-2007) .....	88
3.2.4. 2008 ABD Mortgage Krizi ve Sonrası Dönem.....	97
3.2.4.1. ABD Mortgage Krizinin Türkiye Ekonomisine Yansımaları .....	101
3.3. Finansal Liberalizasyonun Türkiye'de Makro Değişkenler Üzerindeki Etkileri...	102
3.3.1. Büyüme Üzerindeki Etkisi .....	103

3.3.2. Reel Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi .....	105
3.3.3. Faiz Oranları Üzerindeki Etkisi .....	107
3.3.4. Kamu Açıkları Üzerindeki Etkisi.....	107

**DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**  
**GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER VE TÜRKİYE ÜZERİNE BİR PANEL**  
**VERİ ANALİZİ UYGULAMASI**

4.1. Ekonometrik Metodoloji .....	109
4.1.1. Analitik ve Ampirik Çalışma Literatürü Taraması. ....	109
4.1.2. Panel Veri Analizi.....	124
4.1.3. Panel Birim Kök Testleri. ....	128
4.2. Veri Seti ve Metodoloji .....	131
4.2.1. Bağımlı Değişken.....	131
4.2.2. Bağımsız Değişkenler. ....	132
4.3. Ampirik Bulgular .....	138
4.3.1. Bağımlı / Bağımsız Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri.....	138
4.3.2. Panel Birim Kök Test Sonuçları. ....	140
4.3.3. Panel Regresyon Analizi Sonuçları.....	143
4.3.3.1. Havuzlanmış EKK Regresyon Modeli.....	143
4.3.3.2. SEM veya REM modeli seçimi.....	146
4.3.4. Panel Veri Analizi Bulguları.....	150

**BEŞİNCİ BÖLÜM**  
**SONUÇ VE ÖNERİLER**

5.1. Sonuç.....	152
5.2. Öneriler .....	157
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>161</b>
<b>EK.....</b>	<b>187</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>189</b>

## TABLOLAR LİSTESİ

### Sayfa

<b>Tablo 1:</b> Tüm Ülkeler Grubu Değişkenlerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	139
<b>Tablo 2:</b> Düşük Gelir Grubu Ülkeler için Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	139
<b>Tablo 3:</b> Alt-Orta Gelir Grubu Ülkeler için Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	140
<b>Tablo 4:</b> Üst-Orta Gelir Grubu Ülkeler için Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	140
<b>Tablo 5:</b> Tüm Ülkeler Grubu için LLC ve ADF Birim Kök Test Sonuçları.....	141
<b>Tablo 6:</b> Düşük Gelir Grubu Ülkeler için LLC ve ADF Birim Kök Test Sonuçları .....	141
<b>Tablo 7:</b> Alt-Orta Gelir Grubu Ülkeler için LLC ve ADF Birim Kök Test Sonuçları .....	142
<b>Tablo 8:</b> Üst-Orta Gelir Grubu Ülkeler için LLC ve ADF Birim Kök Test Sonuçları .....	142
<b>Tablo 9:</b> Tüm Ülkeler Grubu için Havuzlanmış EKK Sonuçları.....	143
<b>Tablo 10:</b> Düşük Gelir Grubu için Havuzlanmış EKK Sonuçları.....	144
<b>Tablo 11:</b> Alt-Orta Gelir Grubu için Havuzlanmış EKK Sonuçları.....	145
<b>Tablo 12:</b> Üst-Orta Gelir Grubu için Havuzlanmış EKK Sonuçları .....	146
<b>Tablo 13:</b> Tüm Ülkeler Grubu için REM Sonuçları.....	147

<b>Tablo 14:</b> Düşük Gelir Grubu için REM Sonuçları .....	148
<b>Tablo 15:</b> Alt-Orta Gelir Grubu için REM Sonuçları .....	149
<b>Tablo 16:</b> Üst-Orta Gelir Grubu için REM Sonuçları .....	150
<b>Tablo 17:</b> Havuzlanmış EKK Regresyon Sonuçlarına Göre Anlamli Bulunan Katsayıların Yönü.....	151
<b>Tablo 18:</b> Rassal Etkiler Modeli Sonuçlarına Göre Anlamli Bulunan Katsayıların Yönü .....	151

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GİRİŞ

#### 1.1. Araştırmanın Kapsamı

Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ile birlikte, İkinci Dünya Savaşı'nı takiben yaklaşık çeyrek yüzyıl süren hızlı büyüme ve refah döneminin ardından tekrar ekonomik kriz sürecine girilmiştir. Ekonomik krizin temel nedeninin devletin ekonomiye müdahalesi olduğu düşüncesi, krizin çözümü için üretilen reçetelerin en önemli unsuru olmuştur. Bu dönemde krizin ancak düzenleme-müdahale olgularının tam zıt yönündeki liberal politikaların uygulanması yoluyla çözülebileceği düşüncesi hâkim olmuş ve liberalizasyon, deregülasyon, özelleştirme ve rekabetin ön plana taşınması önem kazanan başlıca kavramlar olmuştur (Berksoy, 1995).

Dünya ekonomisinin günümüzdeki temel problemlerinin başında ulusal ve uluslararası finansal sisteme ilişkin düzenlemeler gelmektedir. Özellikle de 1990 sonrası dönemde sıklaşan ve derinleşen finansal kriz olgusu, finansal liberalizasyon sürecinin krizlere yol açmakta olduğu şüphesi etrafında yoğun bir tartışmayı gündeme getirmiştir. Buna verilecek olumlu cevap, sistemin bir bütün olarak baskılama altına alınmasına bir zemin hazırlayacaktır. Böylesi bir seçeneğin mevcut durumu daha da kötü hale getireceğini tahmin etmek için ise 1980'lerden önceki ülke deneyimlerine göz atmak yeterli olacaktır. Genelde birçok ülke ekonomisinde kamu kesimine kaynak aktarılması isteği veya zorunluluğu bağlamında fiyatların piyasa koşulları tarafından belirlenmesine izin verilmemektedir. Finansal baskılama olarak tanımlanan bu durum, faiz kontrolleri ve sermaye hareketlerine kısıtlamalar biçiminde iki ana kategoriye ayrılabilir. Bu bağlamda baskılama altına alınmış ekonomilerde, faiz oranı ve döviz kuru, piyasa koşulları tarafından belirlenecekleri düzeye kıyasla daha düşük seviyelerde belirlenmektedir. Enflasyonun varlığı halinde ise, faiz oranları sıfır, hatta negatif olarak

gerçekleşebilirken, ülkelerin millî parası aşırı değerlenmektedir. Finansal liberalizasyonun itici gücü olan sermaye hareketleri liberalizasyonunun benimsenmesinde 1980'lere egemen olan iktisadi düşüncenin rolü de büyük olmuştur (Moreno, 2000).

Finansal liberalizasyon savunucusu olan Neo-liberal görüşe göre; sermaye kontrollerinin kaldırılması ile tasarruflar yüksek getirili yatırımlara yönelecek, dolayısıyla da daha etkin olarak dağılacaktır. Finansal liberalizasyon sonrasında yurtiçi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelere faiz oranı yükselecek, tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere yönelecektir. Bu süreç, faiz oranının ülkeler arasında eşitlenmesine neden olurken, rekabetin artması finansal piyasaların daha verimli çalışmasına ve böylece tasarruf sahipleri ve yatırımcıların daha iyi olanaklara sahip olmasına neden olacaktır (İnsel ve Sungur, 2000).

Sermayenin ülkeleri terk etmesi sürecinde, makro ekonomik politikalarda önemli düzeltmeler yapılması gerekirken, sermaye çıkışının yaşandığı ülkelere gerekli düzenlemelerin yapılmasının gecikmesi veya yetersiz kalması, belirsizlik ortamını körüklemiş ve söz konusu ülkelerin risk derecesini artırmıştır. Sonuç olarak, çok büyük miktarlarda sermaye, yükselen piyasalar olarak adlandırılan ve geçmişte yatırım için çok cazip olanaklar sunan bu ülkeleri terk etmiştir. Yaşanan sermaye çıkışı sonrasında söz konusu ülkelerin uluslararası rezervleri çok düşük ve tehlikeli seviyelere gerilemiş ve ulusal paraları reel olarak aşırı değerli hale gelmiştir. Tüm bu gelişmeler sonrasında sermaye çıkışlarının yaşandığı ülkeler farklı derecelerde krizler yaşamış, sabit döviz kuru uygulamalarından vazgeçerek ülke paralarını dalgalanmaya bırakmak zorunda kalmıştır (Edwards, 2001b).

Teorik temelini Stanford Ekolu'nun ünlü iktisatçılarından McKinnon (1973) ve Shaw (1973) 'un çalışmalarından alan "*finansal liberalizasyon kuramı*", Neoklâsik Finans Teorisi'nin gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) uyarlanmış olan versiyonudur. Finansal liberalizasyonun, tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını düzenleyeceği ve faiz oranlarını ülkeler arasında eşitleyeceği varsayımından yola çıkan bu teorinin temel önermesi ise; '*finansal baskılamının giderilmesi ve finansal derinleşmenin sağlanması durumunda ekonomik gelişmenin hız kazanacağı ve etkin kaynak dağılımını sağlanacağı*' yönündedir. GOÜ'de faiz oranları için belirlenen tavanlar, ödünç verilebilir fonların elde edilebilirliğini olumsuz yönde etkileyerek ekonomik büyümeyi yavaşlatmakta ve bir sonraki aşamada finans sektöründe daralmaya sebep olmaktadır.

Nominal faiz oranları üzerine konulan tavanlar, faiz oranlarının enflasyonla aynı oranda yükselmesini önleyerek faizlerin denge noktasının altında kalmasına, hatta yüksek enflasyonun hâkim olduğu bir ekonomik ortamda reel anlamda eksi değerler almasına sebep olmaktadır. Eksi değerli faiz oranlarının ekonomiye etkisi ise hem tasarrufları caydırıcı hem de tüketimi teşvik edici biçimde kendini göstermektedir. Bankacılık sistemine bir alternatif oluşturacak finansal araçların mevcut olmaması halinde ise düşük finansal tasarruf arzı, kredi arzını daraltmakta veya sınırlı etkinlikle kendi kendine finanse etme yöntemleri ile sonuçlanmaktadır. Diğer taraftan, bu durum faiz mekanizmasının yatırıma dönüştürülebilir kaynakları en üretken alanlara yönlendirme fonksiyonunu etkin biçimde yerine getirememesine sebep olmaktadır.

İç finansal liberalizasyon kapsamında, GOÜ'de finansal daralmaya sebep olan kontrollerin ve sınırlamaların ortadan kaldırılması anlamında atılması gereken ilk adım niteliğinde nominal faiz oranlarının devlet müdahalesi yerine, bankalar tarafından tespiti yoluyla faiz oranlarının arz ve talebe göre para piyasasında belirlenmesi sağlanabilecektir. Dış finansal liberalizasyon kapsamında ise, uluslararası finansal piyasalar ile entegrasyonun sağlanması ve döviz kurlarının müdahalelerden arındırılarak piyasa koşullarında belirlenmesi gibi unsurlar yer almaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinin liberalizasyonundan önce kamu ve para piyasası dengesinin sağlanmış olması gerektiği konusunda literatürde ortak bir kabul mevcuttur. Finansal baskılamaya son verilip, sermayenin serbest dolaşımı sağlandığında uzun dönemde faktör gelirlerinin eşitlenmesi yönünde eğilimler ortaya çıkması beklenebilir. Finansal liberalizasyon uygulamalarıyla yeni araçlar, kurumlar ve piyasalar ortaya çıkmakta, ekonomik birimlerin rol ve statüleri bu yeni yapılanmaya göre belirlenmektedir. Literatürde belirli limitler dâhilindeki liberalizasyonu sağlanmış bir finansal sistemin, baskılama altında tutulan bir finansal sistemden çok daha yararlı olduğu yönünde ortak bir kabulden söz etmek mümkündür.

Bu çerçevede ABD dışındaki gelişmiş ülkelerin neredeyse tümünde 1970'li yıllarda müdahaleci ve korumacı iktisadi politikaları hüküm sürmekteyken, bu dönemin bitiminden itibaren gerek AET (şimdiki AB) ülkeleri içinde, gerekse diğer serbest piyasa ekonomilerinde müdahaleci politikaların gevşetildiği ve zamanla asgari düzeylere çekildiği tespit edilmiştir. Aynı dönemlerde yoğun finansal kontrollerin olumsuz etkileri, GOÜ'de finansal sistemin çeşitli reformlarla yeniden yapılandırılmasının gerektiği konusunda oldukça ciddi bir baskılama yaratmıştır. Bu

bağlamda, finansal liberalizasyon 1970'lerden itibaren birçok GOÜ'de uygulamaya konulan istikrar programlarının ayrılmaz bir ögesi olmuştur. GOÜ'de geniş kapsamlı ilk finansal liberalizasyon uygulamaları 1970'li yılların sonlarında Latin Amerika ülkelerinde gerçekleştirilmiştir. Arjantin, Şili, Brezilya, Meksika ve Uruguay bu deneyimden, uygulanan yanlış politikalar nedeniyle olumsuz etkilenmiştir. Bu ülkelerin tecrübeleri, gerekli koruyucu ve düzenleyici mevzuatı oluşturmadan finansal liberalizasyona gitmenin beklenen sonuçları ortaya çıkarmayacağına işaret etmektedir. Finansal liberalizasyon konusundaki esas gelişmeler 1980'lerin ortaları ve 1990'ların başlarında ortaya çıkmıştır. Bu dönemde bütün dünyada finansal liberalizasyon, Japonya ve Kore dâhil olmak üzere, yaygınlaşmıştır. Uluslararası finans kuruluşlarının (Dünya Bankası ve IMF gibi) finansal ve reel anlamda liberalizasyona vurgu yapmaları da bu süreci hızlandırmıştır.

## **1.2. Araştırmanın Önemi ve Amacı**

Finansal liberalizasyon konusunda teorik ve ampirik düzeyde çok sayıda çalışma yapılmış olmakla birlikte, konuyu bir bütünlük içerisinde ve geniş ülke deneyimleri perspektifinde sunan çalışmaların sayısı oldukça sınırlı kalmaktadır. Çeşitli ülke deneyimleri göstermektedir ki; ekonomik kriz gibi olağanüstü koşullarda liberalizasyon politikalarında birtakım değişiklikler yapılmakla birlikte, bir taraftan ekonomilerde tekrar iyileşmelerin başlaması veya başlamışsa devam etmesi, diğer taraftan dünya ekonomisine uyum sağlanması yine benzer liberalizasyon politikalarının yürürlüğe konulmasına bağlı durumdadır. Bu durumda ilgili literatürde vurgu yapılan nokta, finansal politikaların makroekonomik çevreden ayrı düşünülmemesi; içeriği, zamanlaması ve sıralamasına dikkat edilmesi gerekliliği olmaktadır.

Araştırma bulguları, finansal liberalizasyonun varlığını ve etkilerini ortaya koymak açısından önem taşımaktadır. Finansal piyasalarda karar almaya temel oluşturacak bilginin her zaman tam ve doğru olarak elde edilememesi ve tarafların farklı bilgiye sahip olmaları finansal piyasaların işleyişinde sorunlara ve aksaklıklara yol açmaktadır. Finansal sistemin gelişmesi, finans sisteminin yerine getirdiği fonksiyonlarda iyileşme ve gelişmeler olması anlamına gelmektedir. Büyümenin sağlanabilmesi için her ülke ekonomisinde yatırımların artırılması gerekmektedir. Bu yatırımların artırılabilmesi için de ülke içerisinde belirli bir fon birikiminin sağlanabilmesi yani tasarruf yapılması gerekmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerdeki

fonların da sınırlı olduğu düşünülürse, bu kıt fonların tasarruflar teşvik edilerek artırılması ve verimli alanlarda yatırımlara dönüştürülebilmesi için, sağlam temeller üzerine oturan gelişmiş bir finansal sisteme ihtiyaç vardır. Ülke ekonomilerinin büyümesiyle birlikte ekonomik işlemlerde ortaya çıkan artışa bağlı olarak, finansal aracı kuruluşların fonksiyonlarına duyulan gereksinimin artması sonucunda finansal sistemlerin derinleşmesi de beklenen bir durumdur. Gelişmiş bir finansal sistemde, yatırımlarda kullanılacak olan fonların maliyetlerinin düşük, finansal araç çeşitliliğinin bol, aracılık maliyetlerinin düşük olması gerekmektedir. Ülkelerin, finansal sistemlerinde bu yapıyı sağlayabilmeleri durumunda, tasarrufların artması ve bu tasarrufların yatırımlara dönüşmesi kolaylaşacak ve bu durum büyüme yolunda önemli bir katkı sağlayacaktır. Finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki bu sıkı ilişkinin gerçekleşme başarısı, bu tasarrufların ne derece arttığına ve yatırımların etkinliğine bağlıdır.

Çalışmanın temel amacı, finansal liberalizasyon kavramı konusunda iktisat literatüründe özellikle de Türkiye üzerine yapılan çok sayıda çalışma bulunması da göz önünde bulundurulduğunda ileride yapılacak çalışmalara kaynaklık etmenin yanı sıra, gerek izlediği metodoloji gerekse yararlandığı veri analizi bağlamında kendine has özgün bir konum edinebilmektir.

### **1.3. Yöntem**

Çalışma bu ilk bölümle birlikte toplam beş bölümden oluşmaktadır. İkinci bölümde, finansal liberalizasyon kavramının tanımlarına, türlerine, başlıca finansal liberalizasyon teorilerine ve bu teorilere 1973'den bugüne kadar literatürde sağlam birer yer edinmiş olan Finansal Baskılama ve Yeni Yapısalcı Ekoller çerçevesinde yapılmış olan katkılara ve genel anlamda finansal liberalizasyon kuramına başlıca dört ayrı ekol (Yeni-Keynesci, Marxist, Post-Keynesci ve Spekülatif Gelişme Ekolleri) tarafından yöneltile eleştirilere yer verilmiştir. Üçüncü bölümde, 1980 öncesi ve sonrası olmak üzere iki ana kesit altında Türkiye'nin tecrübe ettiği finansal liberalizasyon süreci ile ilgili detaylı tarihsel bilgi sunulmuştur. Dördüncü bölümde, 1996-2010 yılları arasındaki dönemi kapsayan, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu 111 dünya ülkesi için derlenmiş ekonomik değişkenler yardımıyla yapılan bir panel veri analizi yardımıyla finansal liberalizasyon olgusunun GOÜ ve Türkiye'de ekonomik büyüme üzerindeki olası etkilerinin varlığı araştırılmıştır. Beşinci ve son bölüm ise çalışmanın sonuç ve öneriler bölümüdür.

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL LİBERALİZASYON KAVRAMI VE TEORİK YAKLAŞIMLAR

Finansal liberalizasyon kavramının tartışılması özellikle sermaye eksikliği olan ülkeler için gereklidir. Küreselleşmenin beraberinde getirdiği dünyanın farklı bölgelerinde mevcut kârlı yatırım sahalarına yöneltilen sermaye hareketleri özellikle de yeterli sermaye stokuna sahip olmayan ülkelerin sermaye açıklarını kapatabilmekteyirler. Diğer yandan, bu ülkelerdeki birbirinden farklı yatırım ortamları ve düzenlemeler (*regulations*) sermaye hareketlerinin kendine özgü özelliklerini belirlemede önemli bir rol üstlenirler. Finansal liberalizasyon kavramının, içeriğinin ve uygulamasının sermaye hareketleri üzerinde son derece etkili olması bağlamında, aşağıda öncelikle finansal liberalizasyon kavramı incelenerek finansal liberalizasyon türleri ele alınacak ve finansal liberalizasyon ile ilgili olarak çeşitli iktisadi ekollerce ileri sürülen olumlu ve olumsuz görüşlere yer verilecektir.

#### 2.1. Finansal Liberalizasyon Kavramı

Tipik olarak mevduat ve kredi faiz oranlarını sınırlandırma, karşılık oranları artışı ve sermaye hareketlerine getirilen kısıtlar biçiminde ortaya çıkmış olan finansal piyasa müdahaleleri, 1970’li yılların bitimine değin gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ) uyguladıkları iktisat politikalarının ortak noktası olmuştur (Kar ve Ağır, 2005, s.51).

Daha ileri tarihlerde uygulanmış olan müdahaleci makroekonomik politikaların olumsuz etkilerini gidermek amacıyla önerilen liberalizasyon lehinde politikalar ise Dünya Bankası ve IMF aracılığı ile çok sayıda ülke tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Finansal liberalizasyon kavramı, 1970’lerin başında McKinnon (1973) ve Shaw (1973)’ın devletin ekonomiye müdahalesine doğrudan bir tepki niteliğindeki “finansal kesim liberalizasyonunun ekonomik büyümeyi artırıcı etkilerinin olacağı” savı ile ortaya çıkmıştır (Kayacan, 2004, s.35).

Genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek amacıyla bankacılık ve finans sistemi üzerindeki denetimlerin ve/veya kısıtlamaların kaldırıldığı ya da önemli bir ölçüde azaltıldığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak sunulan finansal liberalizasyon, ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak göze çapmıştır (Durusoy, 2004, s.1).

Bu bağlamda, finansal liberalizasyon;

- Kredi kontrollerinin kaldırılması,
- Faiz oranlarının serbest piyasada belirlenmesi,
- Bankacılık ve geniş anlamda finansal sektöre giriş serbestliği,
- Banka özerkliği,
- Bankaların özel mülkiyete konu olabilmesi,
- Uluslararası sermaye hareketlerinin liberalizasyonu, gibi öğeleri içeren daha geniş bir tanımlama ile de belirginleşmiştir (Kar ve Taş, 2003, s.164,180).

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

### **2.1.1. İç Finansal Liberalizasyon**

İç finansal liberalizasyon, yurtiçi para ve sermaye piyasalarındaki kural ve kısıtlamalarının kaldırılması şeklinde tanımlanabilir. Yani, bir ekonomide yurtiçi para cinsinden borç-alacak ilişkileri ile varlık tutma kararlarına ilişkin olarak kurumsal yapıda fiyat ve miktar kısıtlamalarının kaldırılması ve yumuşatılması işlemidir (Gökalp, 1998, s.78).

Bununla beraber iç finansal liberalizasyon, temel olarak faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından belirlenmesi şeklindeki finansal düzenlemeyi ifade etmektedir. Yurtiçi finansal piyasalarda liberalizasyonun sağlanmasına yönelik ilk adım, faiz oranlarının kamu otoriteleri tarafından değil arz ve talep koşullarına göre piyasa güçleri tarafından belirlenmesini ifade etmektedir. İç finansal liberalizasyon ile birlikte yeni oluşan finansal araçların idaresini sağlayan düzenlemeleri gerçekleştirme gerekliliğinin ortaya çıkması neticesinde, bir yandan reel faiz oranları tasarrufları yükseltirken, öte yandan da

yüksek maliyetli yatırım fonlarının en verimli ve etkin şekilde kullanılması sağlanacaktır (Balassa, 1990, s.56).

Bununla birlikte faizler üzerindeki yüksek karşılık oranları, vergiler ve fonlar gibi mali yüklerin azaltılması, kredi tavanlarının kaldırılması, finansal piyasaya girişlerin kolaylaştırılarak finansal araçların çeşitlendirilmesi, hisse senedi piyasalarının serbestleştirilmesi gibi düzenlemeler de yurtiçi finansal piyasaların liberalizasyonu yönünde uygulanan politikalar arasındadır (Şengönül, Altıok ve Gürbüz, 2007, s.28).

### **2.1.2. Dış Finansal Liberalizasyon**

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

- Yerleşiklerin dış piyasadan serbestçe borçlanmasını ve yerleşik olmayanların serbestçe iç mali piyasalarda yatırım yapabilmesini, yani içeri doğru her iki kaynaktan sermaye girişinde sınırlamaların, denetimin kalkmasını sağlar.
- Yerleşikler, dışarı serbestçe sermaye transfer edip yabancı varlık kalemlerini tutabilirler.
- Yerleşikler, yabancı paralar üzerinden serbestçe bütün işlemleri yapabilirler.

Bu üç öğeden ilk ikisi ödemeler bilançosunun sermaye hesabının liberalizasyonunun gereğidir; üçüncüsü ise ilk ikisiyle birlikte mali liberalizasyonu oluşturur (Kazgan, 2002, s.177).

Dış finansal liberalizasyon ile yurtiçinden dışarıya doğru sermaye giriş çıkışlarının serbestleştirilmesi amaçlanmaktadır (Şengönül vd., 2007, s.28).

Dış finansal liberalizasyon iki aşamada gerçekleştirilmeye çalışılır. Birinci aşamada döviz kontrolleri ortadan kaldırılır, ülkede yaşayanlar arasında döviz cinsinden borç-alacak ilişkisine ve döviz cinsinden sözleşme yapmalarına izin verilir, ikinci aşamada ise kambiyo serbestisini sermaye hareketi serbestisi izler (Kavas, 2004, s.13).

Dış finansal liberalizasyon politikaları kapsamında ülkeler, uluslararası finansal piyasalar ile bütünleşmenin sağlanmasını ve döviz kurlarının müdahalelerden

arındırılarak piyasa koşullarında belirlenmesini temin ederek, temelde dışarıdan sermaye girişini sağlamayı amaçlamışlardır. Ülkelerin dış finansal liberalizasyondan bekledikleri diğer faydalar şu şekilde sıralanabilir (Kar ve Kara, 2003, s.4):

- Sermaye hareketlerinde liberalizasyonun getirdiği rekabet nedeniyle, sermaye piyasasının uzmanlaşmayı teşvik etmesi ve uluslararası ticarete verimliliğin artışı,
- Tasarrufların en verimli alanlarda kullanılması ve ekonomide mevcut kaynakların etkin kullanımı,
- Bireylerin, portföy çeşitlendirmesi yoluyla yurtiçi şoklardan etkilenmeyen istikrarlı bir gelir elde etme imkânına sahip olmaları.

## 2.2. Finansal Liberalizasyon Teorileri

McKinnon (1973) ve Shaw (1973), finansal baskılama altındaki bir sistemi, kredilerin fiyatı ve kredi alıp-veren tarafları devletin belirlediği bir sistem olarak tasvir etmektedir. Devlet söz konusu kontrolü, ticari faaliyet göstermesine izin verilen finansal kurumları düzenleyerek, bankaları ve diğer finansal araçları mülkiyetine alarak veya uluslararası sermaye hareketlerini kontrol ederek yerine getirebilir. Liberalizasyon ise, kredinin fiyatı ile alıcı ve satıcılarını belirleme özerkliğinin piyasa tanıma süreci olarak tanımlanabilir. Aslında liberal ekole mensup iktisatçılar olan McKinnon ve Shaw, Neoklâsik ekolun geri kalmış ülkelerin baskılama altındaki piyasalarının türdeş olmadığı ve tek fiyat oluşumunun mümkün olamayacağı gibi bazı varsayımlarını eleştirmişlerdir. Eleştirdikleri diğer bir nokta, Neoklâsik teorinin likidite tercihi ve yatırım talebi arasında varsaydığı ikame ilişkisidir, zira onlara göre bir tamamlayıcılık ilişkisi söz konusudur. Bu tamamlayıcılık ilişkisi sebebiyle, yüksek faiz oranları yoluyla yatırımlar artırılabilir (Taş, 2001, s.41).

İlk olarak McKinnon ve Shaw tarafından geliştirilen finansal liberalizasyon modelleri, finansal sistem ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik temel yaklaşım haline gelmiştir. Finansal liberalizasyon modellerinde finansal sistemin ekonomik büyüme konusundaki rolüne ilişkin görüşlerin ortaya çıkışı, ödünç verilebilir fonlar teorisinin gerçekte klâsik faiz teorisinin gelişmiş bankacılık sistemine sahip bir ekonomiye uygun bir biçimde genişletilmesi konusundaki bir çaba olarak görülebilir. Uzun dönemde, mal, para ve sermaye piyasaları arasında net bir ayırım çizgisinin

bulunduğu şeklindeki klâsik gelenek sürdürülmektedir. Geleneksel yaklaşımda, uzun dönemde istihdam ve üretiminin, reel ücretin iş gücünün marjinal verimliliğine eşit olduğu noktada belirlendiği; dolayısıyla reel ücretler esnek olduğu sürece, tam istihdamın sürdürüleceği ileri sürülmektedir. Üretim düzeyi ve dağılımı, göreceli fiyatların gerisindeki reel güçler tarafından belirlendikten sonra, miktar teorisi; mutlak para arzının düzeyi tarafından belirlendiğini ortaya koymaktadır. Son olarak, tasarruf ve yatırım eğrileri arasındaki karşılıklı ilişkiler ile sermaye piyasasında dengeye ulaşılmaktadır. Tasarruf eğrisi hane halklarının dönemler arası tercihleri tarafından belirlenmektedir ve faiz oranı ile doğrudan ilişkilidir. Yatırımlar ise, sermayenin getiri oranının doğrudan fonksiyonudur ve diğer şeyler sabit iken, faiz oranı ile zıt yönde ilişkilidir. Ödünç verilebilir fonlar piyasasında denge, tasarruflara verilen faiz oranlarının sermayenin getiri oranına eşit olduğu noktada sağlanmaktadır. Uzun dönem denge faiz oranı, doğal faiz oranı olarak isimlendirilmekte ve yeni yaratılan sermayeden beklenen getiri oranına karşılık gelmektedir (Doğan, 2002, s.16).

McKinnon-Shaw yaklaşımına göre, GOÜ’de finansal piyasalar kamu otoriteleri tarafından baskılamaya altında bulundurulmakta ve faiz oranları idari kararlarla piyasada oluşabilecek düzeyin altında tutulmakta ve krediler sübvansede edilmektedir. Böyle yönlendirilen kredi tahsisi ile reel faizler devamlı negatif tutulduğundan dolayı kredi talebi yapay olarak artmaktadır. Kredi hacminin sonlu olmasından dolayı bir takım kredi tayinlamalarına (*credit rationing*) gidilmektedir. Kredi tayinlamasının bertaraf edilmesinin, yatırım hacmi ve etkinliğini artıracak görüşü ileri sürülmüştür. Bu noktada, düşük faiz politikasının yatırımları teşvik edeceğini ve gelir düzeyine bağlı olan tasarruf oranları sebebiyle düşük faizler yardımıyla artan yatırımların gelir artışı doğuracağını savunan Keynesci görüşe karşı bir eleştiri ortaya çıkar. Buna göre, tasarruf düzeyi düşük ve sermaye piyasaları yeterince gelişmemiş olan GOÜ için kalkınmışlık düzeyinin düşük olması kârlı yatırım alan darlığından ziyade tasarruf yetersizliğindedir (Taş, 2001, s.41).

Bu ülkelerde kalkınmayı sınırlayan temel faktör kârlı yatırım alanlarının bulunmaması değil, tasarrufların ve yatırılabilir fonların yetersiz oluşudur. Bu duruma yol açan mali baskılamaya, nominal faiz oranına piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu tür bir uygulamaya gidilmesine, söz konusu ülkelerde yer alan oligopolcü yapıdaki finansal kuruluşlar

büyük ölçüde neden olmaktadır. Nominal faiz oranlarına getirilen tavanlar, bazı ülkelerde önemli ölçüde düşük ve negatif reel faiz oranlarının oluşmasına yol açmaktadır. Özellikle yüksek enflasyonist koşulların yaşandığı bu ülkelerde, mevduat ve kredi faiz oranları arasındaki marj oldukça genişlemiş ve baskılama altındaki faiz oranları, tasarrufların azalması ve böylece yatırımların ve ekonomik büyümenin yavaşlaması sonucunu doğurmuştur (McKinnon,1981, s.43-45).

Finansal liberalizasyon, nominal faiz oranına piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlemesi şeklinde ortaya çıkan mali baskılama uygulamasına ve kredi sınırlamalarına son verilerek, faiz oranlarının idari kararlar dışında serbest piyasa koşullarına göre oluşturulduğu bir süreci ifade etmektedir. McKinnon-Shaw yaklaşımına göre, GOÜ’de finansal liberalizasyon sürecine girilmesiyle, serbest bırakılan faiz oranları yükselerek tasarruf-yatırım dengesini sağlayan önemli bir değişken haline gelecek ve böylece finans kesimi ile piyasalara ilişkin tüm bilgileri taşıyan bir gösterge niteliğini kazanacaktır. Faiz oranlarının yükselmesine bağlı olarak tasarruflar artacak; bu da yatırıma dönüştürülebilecek kaynakları arttırmak suretiyle ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. Yine, faiz yükselmesi ile daha önce üretken olmayan yatırımlar artık kârlı olmaktan çıkacağı için, tasarruflar daha üretken alanlara yönelecek ve kaynak dağılımında etkinlik sağlayacaklardır.

Yeni Yapısalcı yaklaşım, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi yavaşlatarak enflasyonu yükselteceğini ileri sürmektedir. Söz konusu yaklaşıma göre, GOÜ’de fiyatlama biçimleri ‘mark-up fiyatlama’ esasına dayanmaktadır. Bu durum, faiz maliyetlerinin işletme sermayesi maliyetine dâhil edilmesini gerektirmektedir. Finansal liberalizasyon sonucunda serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile üretim maliyetleri artmakta, bu artış mark-up fiyatlama davranışı yoluyla fiyatlara yansıtılmaktadır. Yani finansal liberalizasyon, faiz oranlarının yükselmesine yol açarak enflasyonu hızlandırıcı bir etki yapmaktadır.

Diğer yandan, GOÜ’de resmî mali piyasaların yanı sıra informel mali piyasalar da fon arz ve talebi sürecinde rol oynamaktadır. Bu ülkelerde, ödünç verilebilir fonların bir kısmı informel piyasalara doğru yönelmektedir. Dolayısıyla tasarruf sahipleri ve yatırımcılar, fon arz ve talebinde bulunurken hem resmî bankacılık sistemini hem de informel ya da organize olmayan piyasayı kullanmaktadırlar. Bu yaklaşıma göre, finansal liberalizasyon sonucunda serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile resmî

bankacılık kesiminde toplanan fonlar artarken, informel mali kesimde toplanan fonlar azalacaktır.

Nihaî olarak ise, yatırımlar gerileyecek ve büyüme hızı düşecektir. Bu bakımdan, yeni yapısal görüş, mali baskılamanın GOÜ’de faiz oranlarının yükselmesini önleyerek yatırımların ve ekonomik büyümenin hızlanması sonucunu doğurabileceğini, enflasyonu ise aşağı çekici bir etki yapacağını ileri sürmektedir. Mali baskılama söz konusu olduğunda tasarrufların artması için, resmî ve informel mali piyasaların etkin bir şekilde çalışması gerekir. Bunu sağlayacak olan da, hanehalkının portföy tercihinin söz konusu piyasalardaki kullanılabilir fon arzını (tasarrufları) arttıracak şekilde değişmesidir (Eser,1996, s.12).

Yeni-Keynesci yaklaşıma göre, faiz oranlarındaki bir artış yatırımlara caydırıcı etki yaparak, efektif talebi daraltmakta ve finansal bozukluklara yol açarak büyüme hızını düşürmektedir. Çünkü Keynes’in büyüme için öngördüğü asıl faktör efektif talep artışıdır. Tasarruf artışı, efektif talebi azaltarak durgunluk yaratır. Öte yandan, gelirin artan bir fonksiyonu olarak tasarrufların faize duyarsız varsayılması sebebiyle finansal baskılamanın, McKinnon-Shaw yaklaşımının tersine, etkin kaynak tahsisi yaratmadığı öne sürülür. Bu sebeple de, devletin finansal istikrarı sağlamak amacıyla piyasaların düzenlenmesi, istihdam ve kaynak tahsisinin etkin biçimde yapılması konusunda bazı roller üstlenmesi gerektiği ileri sürülmektedir (Taş, 2001, s.43).

Yeni-Keynesci yaklaşım, finansal liberalizasyona farklı bir bakış açısı getirmektedir. Buna göre, finansal liberalizasyon her zaman tasarrufları ve yatırımları arttırarak büyümeyi hızlandırıcı ve enflasyonu düşürücü etki yapmaktadır. Çünkü GOÜ’de önemli ölçüde bir finansal istikrarsızlık sorunu vardır. Finans sektöründe istikrarın sağlanabilmesi için, yalnızca yatırımların finansmanında gerekli kaynakların mevcudiyeti yeterli olmamakta, aynı zamanda etkili bir fonlamanın da yapılması gerekmektedir. Bu yapılmadığı takdirde, atıl duran fonların artmasıyla potansiyel büyüme hızı yavaşlayacaktır. Gupta (1987)’nin terminolojisi ile bu konu ile ilgilenmiş teorisyenler iki gruba ayrılabilir: Finansal Baskılama Ekolu (*Financial Repression*) ve Finansal Yapısalcı (*Financial Structuralist*) Ekolu.

Yeni Yapısalcı Ekolun temel iddiası, finansal değişken miktarının ve kompozisyonunun ekonomik büyümeyi etkilediği şeklindedir. Dolayısıyla, finansal derinleşme toplam finansal varlıkların GSYİH ya da GSMH’ya oranı gibi faktörler ve

toplam finansal, değişkenlerin kompozisyonu, ekonomik büyüme üzerinde etkiye sahip finansal faktörler olarak ortaya konulmaktadır. Söz konusu iddianın kökeni, Gurley ve Shaw (1960), Goldsmith (1966, 1969), Patrick (1966) ve Porter (1966)'a kadar geri gitmektedir.

Finansal Baskılama Ekolu ise, fiyat değişkenlerini büyüme ile ilişkili en anlamlı finansal faktörler olarak ele almaktadır. Buna göre, "gerçekçi" bir reel faiz oranı ve reel döviz kurunu yaratan finansal liberalizasyon ekonomik büyümeyi hızlandırırken, özellikle denge düzeyinin altında olan reel faiz oranları ve yerli paranın aşırı değerlenmesi sonucunu yaratan finansal baskılama büyümeyi yavaşlatmaktadır. Bu görece yeni iddia ilk olarak McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından ortaya atılmıştır.

Finansal baskılama yaklaşımı, birbirinden bağımsız ve eş zamanlı olarak iki yazar tarafından geliştirildiği için genellikle McKinnon-Shaw hipotezi olarak isimlendirilmektedir. McKinnon-Shaw'ın savı, daha sonra Galbis (1977), Mathieson (1980) ve Fry (1987) gibi bazı araştırmacılar tarafından incelenmiş ve temel noktaları korunmak suretiyle üzerinde bazı değişiklikler yapılmıştır. Bu iki ekolün ortak noktası, finansal değişkenlerden ekonomik büyümeye doğru esas kanalın, yatırılabılır kaynakların etkin veya üretken kullanımının güçlendirilmesi olduğudur. Söz konusu amaca ulaşmak için, finansal gelişmenin hızlandırılması, yatırım projelerinin sürdürülmesini kolaylaştıran finansal liberalizasyon politikası, fonların daha etkin yatırımcılara yöneltilmesi ve benzeri politikalar önerilmektedir.

İlk olarak McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından geliştirilen finansal liberalizasyon modelleri, finansal sistem ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik temel yaklaşım haline gelmiştir. Finansal liberalizasyon modellerinde finansal sistemin ekonomik büyüme konusundaki rolüne ilişkin görüşlerin orijini, ödünç verilebilir fonlar teorisinde bulunmaktadır. Ödünç verilebilir fonlar teorisi, gerçekte, klâsik faiz teorisinin gelişmiş bankacılık sistemine sahip bir ekonomiye uygun biçimde genişletilmesi konusundaki bir çaba olarak görülebilir (Studart 1993, s.279).

Son olarak, tasarruf ve yatırım eğrileri arasındaki karşılıklı ilişkiler ile sermaye piyasasında dengeye ulaşılmaktadır. Tasarruf eğrisi, hanehalkının dönemler arası tercihleri tarafından belirlenmektedir ve faiz oranı ile doğrudan ilişkilidir. Yatırımlar ise, sermayenin getiri oranının doğrudan fonksiyonudur ve diğer şeyler sabit iken, faiz oranı

ile zıt yönde ilişkilidir. Ödünç verilebilir fonlar piyasasında denge, tasarruflara verilen faiz oranının sermayenin getiri oranına eşit olduğu noktada sağlanmaktadır. Uzun dönem denge faiz oranı, doğal faiz oram olarak isimlendirilmekte ve yeni yaratılan sermayeden beklenen getiri oranına karşılık gelmektedir.

Keynesci ve Paracı yaklaşımlar, kısa dönem dengesizliği ile uzun dönem dengenin sağlanması arasındaki gecikme konusunda birbirinden ayrılmakla birlikte, iki teorinin de kökeni ödünç verilebilir fonlar teorisine dayanmaktadır. Keynesci / Paracı tartışmasında tasarruf ve yatırım ilişkisi sorunsalının Keynesci - Klâsik tartışmasından daha hafif biçimde ele alınmasının nedeni, Keynesci ve Paracıların ortak bir teorik temele sahip olmasıdır. Keynesciler ve Paracılar arasındaki teorik yakınsama, Paracı iktisatçıların Hicksci Neoklâsik sentezi ve portföy dengesi analizini kabul etmeleri ile sağlanmıştır. Tobin tarafından geliştirilen portföy dengesi analizinde risk, belirli bir varlığın getiri oranının varyansı olarak tanımlanmakta ve getiri oranı ve riskin tüm ekonomik birimler tarafından bilindiği kabul edilmektedir. Risk tercihleri belirlendikten ve tüm birimler tasarruflarını buna göre dağıttıktan sonra, toplam finansal varlık portföyü belirlenmektedir (Tobin,1958).

Varlık portföyü içindeki değişimler, ancak ilgili varlıkların faiz oranlarında değişiklik olması halinde ortaya çıkmaktadır. Portföy dengesi yaklaşımına göre, paranın algılanan getirisini düşüren ve ekonomik birimleri portföylerinde parayı sermaye ile ikame etmeye zorlayan aktif bir para politikası büyümeyi hızlandırabilir (Tobin,1965).

Dolayısıyla, para politikasının etkinliği (i) tasarruf/servet sahiplerinin beklentilerine ve (ii) varlıklar arasında ikame edilebilirliğe bağlı olmaktadır. Uyarlayıcı beklentiler (*adaptive expectations*) ortak zemin olmak üzere, Keynesciler yalnızca finansal varlıklar ile fiziksel sermayenin yakın ikame olduğunu kabul ederken, Parasalcılar diğer malların da dâhil edilmesi gerektiğini varsaymaktadır. Tobin'in portföy dengesi yaklaşımını izleyen literatürde, tasarrufların yatırımlara göre önceliği ve uzun dönemde klâsik dikotominin<sup>1</sup> zımni olarak korunduğu görülmektedir. Bu nedenle, ödünç verilebilir fonlar teorisine dayalı para teorisi gerçekte bir dengesizlik teorisidir (Stuart 1993, s.281).

Bunun nedeni, para arzındaki dışsal değişiklikler sonucu dengeden kısa dönemli ayrılışları analiz etmesidir. Para piyasasındaki dengesizlik daha sonra sermaye ve işgücü

<sup>1</sup> paranın yansızlığı ve parasal değişmelerin reel değişkenler üzerinde etkisiz olduğu görüşü

piyasalarına etki etmektedir. Bununla birlikte, uzun dönemde para arzının genişlemesi durduktan sonra, “reel” faktörler sistemdeki dengeyi yeniden kurmaktadır ve bu süreçte fiyatlar yükselmektedir. Finansal liberalizasyon modelleri esas olarak ödünç verilebilir fonlar teorisine dayanmakta ise de, söz konusu teoride GOÜ’ün belirli niteliklerine uygun değişiklikler yapılmaktadır.

Çeşitlendirilmiş finansal piyasaların bulunmamasının, tasarruflar için fiziksel sermaye ve banka mevduatları dışında alternatif bir yatırım alanı bırakmadığı ileri sürülmektedir. Ayrıca, McKinnon’un aşağıda açıklanan para ve sermaye arasındaki “tamamlayıcılık hipotezi”ni (*complementarity hypothesis*) izleyerek, yatırımın bölünemez bir harcama olduğu varsayılmaktadır. Dolayısıyla, belirli bir minimum düzeyde yatırım düzeyinin finansmanı için gerekli tasarruf birikiminin sağlanmasında bireysel tasarruflar kullanılmaktadır.

### **2.3. Finansal Liberalizasyonla İlgili Teorik Yaklaşımlar**

Bretton-Woods ‘Uluslararası Para İdare Sistemi’nin uygulandığı 1945-1971 dönemi dünya ekonomisinin yeniden yapılanma dönemidir. Bu dönemde IMF sermaye kontrollerini para krizlerinden korunmak için kabul etmiş ve böylece hükümetlerin aktivist makro politikalar uygulayabilmeleri kolaylaşmıştır (Yay, 2003, s.17).

Finansal liberalizasyon, özellikle Keynesci iktisat politikaları neticesinde GOÜ’ün gereken kalkınma atılımlarında bulunamamış olmaları nedeniyle Neo-Klâsik iktisadın bilhassa büyüme eksenindeki tartışmalarında ilk sıralarda yer almıştır. Gerekli büyüme rakamlarına erişmelerine rağmen GOÜ gerek korumacılık politikaları gerekse istikrarsızlık nedeniyle büyüme oranlarındaki dalgalanmayı giderememişlerdir. Bu durum, kâr hadlerindeki düşüşün bir neticesi olarak gelişmiş ülkelerde bir sistem krizi biçiminde 1973-74 arasında patlak vermiştir.

Daha sonra yaşanan petrol krizleri bu dönemde yaşanan büyümenin son bulmasına neden olmuştur. Bununla beraber, batılı ülkelerin büyümelerini hızlandırmak için açık bütçe ve genişleyici para politikası uygulamaları devletlerin borçlanma ihtiyacını büyütüştür. Bu dönemde devlet tahvil ihracının artması tahvil piyasalarının derinleşmesine yol açmıştır. Dönemin enflasyonist yapısına uygun olarak negatif reel faizle borç verenlerin bu durumu zıt yöne çevirmek istemeleri de bir başka gerçekliktir. Bir yandan devletlerin bütçe açıkları dolayısıyla gittikçe artan finansman ihtiyaçları,

diğer yandan sosyolojik ve ekonomik nedenlerle tasarruf sahiplerinin değişen tutumu yeniden yapılanmaya çalışan şirketlerin davranışı ile birleşince uluslararası finans piyasaları güçlenmeye başlamış, türev piyasalardaki gelişme de inanılmaz boyutlara ulaşmıştır (Sarfati, 2003, s.39).

Bütün bu gelişmeler finans piyasalarının liberalleşmesini gündeme getirmiştir. Yapılan pek çok araştırmaya rağmen gerek gelişmiş ülkelerde gerekse GOÜ’de finansal liberalizasyonun yöntemi, etkileri ve sonuçları üzerinde iktisatçılar tarafından genel olarak kabul görmüş bir teori bulunmamaktadır. Bu da, finansal liberalizasyona ilişkin görüşlerin çeşitlenmesine yol açmıştır. Buna rağmen özellikle 1980’li yıllarda yaşanan gelişmeler doğrultusunda pek çok ülke finansal liberalizasyon politikalarını hayata geçirmiş ve dünyada sermaye akımları hız kazanmaya başlamıştır. Finansal liberalizasyon teorisi Finansal Baskı Ekolu olarak bilinen McKinnon-Shaw yaklaşımıyla başlamış ve ardından Yapısalcı Yaklaşım izlemiştir. Birbirinin eleştirisi şeklinde devam eden Yeni-Keynesci, Post-Keynesci ve Grabel’in Spekülatif Gelişme Modeli’ne ek olarak Marxist yaklaşım da finansal liberalizasyonla ilgili literatürde yerlerini almışlardır.

### **2.3.1. Finansal Baskılama Ekolu**

1970’li yıllarda finansal kalkınmanın yönü GOÜ’de uygulanan finansal kalkınma politikalarına çevrilmiştir. GOÜ’in büyük bir kısmında hükümetler finansal sektör üzerinde doğrudan kontrole sahip olduklarından birçok kısıtlamalar ve kontrol mekanizmaları geliştirdiler. Çünkü bu ülkeler bir çıkmaz içerisinde kalmış bulunmaktadırlar. Bir yandan, ekonomik kalkınmayı hızlandırmak için daha büyük yatırımlara gereksinim duyarken, diğer yandan finansal kaynakların yetersiz olması bu ülkelerin böyle büyük yatırım planları gerçekleştirmeleri önündeki en büyük engellerden birini oluşturmaktadır.

GOÜ’de uygulanan iktisat politikalarından en önemlisi finansal piyasalara müdahaledir. Bu politikaların uygulanmasının hem politik hem de ekonomik nedenleri bulunmaktadır. Bunlardan en açık şekilde destek bulan ve Keynesci görüş olarak bilinen teoriye göre düşük faiz politikaları yatırımları artıracaktır. Bu sebeple birçok GOÜ’de sermaye birikimini uyarmak için düşük, reel olarak negatif faiz politikaları sürdürülür.

Yine aynı şekilde seçici kredi politikaları, sübvansiyonlar genel olarak uygulanan diğer bazı kısıtlayıcıları oluşturmaktadır (Karacan,1997, s.157).

Piyasada arz ve talebe göre değerini alması gereken faizlere, hükümetler tarafından bilinçli olarak müdahale edilmiş ve faiz oranları enflasyonun altında kalarak reel olarak negatif bir değer almıştır. Genelde finansal sektördeki her tür kısıtlamayı, müdahaleyi kapsayacak şekilde de kullanılan, özelde negatif reel faiz politikaları şeklinde uygulanan iktisat politikalarını, McKinnon ve Shaw'dan sonra, "Finansal Baskılama" olarak adlandırmak literatürde bir gelenek olmuştur. Finansal baskılama politikalarının temel ve önemli karakteristikleri şöyle sıralanmıştır;

- Ödemeler dengesindeki sermaye hareketlerini kontrol için kullanılan döviz kurları yurtiçi finansal sektörü adeta dışlar.
- Borsa işlemleri önemli bir yer tutmaz ve finansal kurumların gerçek fonksiyonları ön plana çıkmaz.
- Uygulanan reel negatif faiz politikası sayesinde, krediler tercihli müşteriye öncelikli alanlarda yatırım yaptığı için verilir. Yeterli kaynak bulunmaması durumunda görülen veya görülmeyen bütçe açıklarını kapatmak için kullanılan politikalar enflasyonu etkiler.

Galbis'e göre, finans varlıklara finansal yükümlülöklere göre uygulanan farklı faiz oranlarının dikkate alınması gerekmektedir. Bu gibi değerlendirmeler özellikle, kısa dönemli spesifik politika konularının analizinde önem taşımaktadır (Doğan, 2002, s.65).

GOÜ'de, ekonominin kendi dinamiklerinden kaynaklanan bir dengesizlik durumu gösterip göstermediği literatürde sıkça tartışılan konulardan diğeri'dir. Neo-liberallere göre bu sorunun yanıtı büyük ölçüde olumsuzdur. Finansal baskılamanın temel nedeni hatalı para, kredi ve faiz oranı politikalarıdır. McKinnon ve Shaw hipotezine göre parasal sistemin baskılama altında tutulması reel sermaye birikiminin niteliği ve miktarı açısından bazı olumsuz sorunları yaratmaktadır (McKinnon,1973, s.164-167).

Şöyle ki :

- Organize bankacılık sistemi yoluyla ödünç verilebilir fon akımı azaltılmakla ve potansiyel yatırımcılar içsel finansmana yöneltilmektedir.

- Kısıtlanmış banka kredi akımına uygulanan faiz oranları, ayrıcalıklı ve ayrıcalığı olmayan borçlanmalar arasında keyfi biçimde farklılaşmaktadır.
- Girişimler ve hane halklarının içsel finansman sürecinin kendisi bozuktur. Mevduatların getirisi negatif olduğunda, firmalar yatırımlara girişmek için kolaylıkla likit varlık biriktirmemektedir. Bu durumda, sosyal olarak maliyetli olan enflasyondan korunma araçları içsel finansman olarak daha cazip hale gelmektedir.
- Firmalar tehlikeli ölçüde likitten uzak ve/veya enflasyonun yüksek ve istikrarlı olduğu durumda, baskılama altındaki bankacılık sistemi dışında finansal derinleşme olanaksız hale gelmektedir.

Finansal baskılama, finansal sistemden uzaklaşmış ekonomik birimlerin yatırımcıları için içsel finansman yöntemini benimsemelerine yol açabilir. İçsel finansmandaki artış dış finansmandaki düşüşü telafi edebilir veya etmeyebilir. Ancak finansal baskılama koşulları altında her iki yöntemde finansmanı gerçekleştirilen yatırımlar daha az etkin olacaktır. Bu durumda, finansal baskılama altında veri bir büyüme oranını sürdürmek için daha büyük bir yatırım çabası gerekli olacaktır.

Finansal baskılama altındaki bir ekonomide reel mevduat ve kredi faiz oranları genellikle negatiftir. Kredi miktarı fiyat dışı kıstaslara göre tanımlanmıştır. Ayrıca yurtiçi tasarrufların ülke dışına çıkışını engelleyen sermaye kontrolleri getirilmiştir. McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'in çalışmaları sonrasında gelişen finansal liberalizasyon modelleri, finansal sistem ile ekonomik büyüme ilişkisine yönelik temel yaklaşım olmuştur. McKinnon ve Shaw'ın analizleri, gelişmekte olan ekonomilerin, düşük düzeyde belirlenen faiz oranı tavanları ve selektif kredi politikaları şeklinde yanlış yönlendirilmiş bir büyüme stratejisi olan "finansal baskılama"dan zarar gördükleri düşüncesine dayalıdır. Finansal baskılamanın dayanağı, faiz oranlarının bilinçli olarak doğal düzeyinin altında tutulması ile ortaya çıkacak finansal baskılamanın tasarruflara engel olacağıdır. Finansal baskılama uygulamasının gerisinde, GOÜ'lerin büyük kısmında, tahvil ve hisse senedi piyasalarının mevcut olmaması veya henüz gelişme aşamasında olması bulunmaktadır. Söz konusu ülkelerde politika otoriteleri, faiz oranlarını etkileyerek, finansal piyasalara sıkça müdahale etmektedir. Mevduat ve

kredi tavanları genellikle merkez bankaları tarafından belirlenmektedir. McKinnon-Shaw (M-S) hipotezi bu tip finansal baskılama konularını ele almakta ve finansal liberalizasyon politikasının uygulanmasını önermektedir.

### **2.3.1.1. McKinnon-Shaw Modeli (1973)**

Teorik temellerini Stanford Okulu'nun tanınmış iktisatçılarından McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'un çalışmalarından alan "finansal liberalizasyon kuramı" Neo-klasik finans teorisinin GOÜ'e uyarlanmış versiyonudur (Williamson ve Mahar, 1998, s.8).

Finansal baskılama ekolünün temsilcileri olan McKinnon-Shaw ve takipçilerine göre, hükümetlerin finans piyasaları üzerinde uyguladıkları finansal baskılama politikaları ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Finansal piyasaların kamu otoritelerinin baskılama ve denetimlerine maruz bulunması durumunu ifade eden finansal baskılama politikaları ise, düşük tasarrufların ve düşük yatırım oranlarının temel nedeni olarak belirtilmiştir. Tasarruf araçları az gelişmiştir ve/veya tasarrufların getiri oranı negatif veya istikrarsızdır; tasarrufları toplayan finansal araçlar söz konusu fonları rakip kullanım alanları arasında etkin olarak dağıtmamaktadır; kötü finansal politikaların yatırımın getirisini düşürmeleri veya yatırımları aşırı ölçüde istikrarsız hale getirmeleri nedeniyle firmalar yatırım yapmaktan vazgeçmektedirler. Finansal sektörün faiz oranı tavanlarının ve diğer kısıtlamaların kaldırılması sonucunu yaratacak olan liberalizasyon politikası ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. Bunun nedeni, daha yüksek faiz oranlarının tasarruf artışına ve bu şekilde sermayenin daha etkin dağılımına yol açmasıdır. Temelde, McKinnon ve Shaw devlet müdahalesinin finansal sistem içindeki etkilerini inceleyerek faiz oranı tavanları, yüksek rezerv ihtiyacı ve diğer finansal baskılama araçlarının finansal gelişmeye engel teşkil edeceğini ve dolayısıyla da ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkaracağını savunmuşlardır (Arestis ve Demetriades, 1999, s.442).

Öte yandan, finansal baskılama görüşleri McKinnon-Shaw hipotezi olarak bilinmesine rağmen McKinnon ile Shaw arasında en azından vurgulanan konular açısından bazı farklılıklar vardır. Örneğin, McKinnon içsel finansman kaynaklarıyla finanse edilen yatırımlar ile faiz oranları arasında yoğunlaşırken, Shaw dış mali

kaynaklar ile mali derinleşme arasındaki ilişkinin önemine değinmiştir. Fakat nihayetinde her iki görüş de birbirini tamamlar niteliktedir (Soydemir, 1998, s.9).

Devletin finansal sektöre müdahalesinin nedenleri ekonomik ve politik içeriklidir. Özellikle, düşük reel faizler gerek Keynesci iktisadi anlayış gerekse başarılı talep yönetimi sebebiyle popüler hale gelmiştir. Bu sebepten ötürü, birçok GOÜ yatırımları arttırmak amacıyla yapay olarak düşük (negatif reel) faiz politikaları uygulamıştır. Bu yaklaşım, devletin hangi politikaların destekleneceği, uygulanacağı ve uygunluğu konusunda tam bir bilgiye sahip olduğunu üstü kapalı bir şekilde belirtmektedir (Kar ve Ağır, 2005, s.52).

Devletin GOÜ'de finansal piyasaları baskılamasının önemli bir gerekçesi de mali içeriklidir. Hükümetler kalkınmaya doğrudan müdahale etmek isterler, ancak idari yetersizlik veya politik istikrarsızlık nedeniyle devletler bunu dolaysızca gerçekleştirecek mali kapasiteye haiz olmamaktadır. Bu sebepten dolayı, devlet finansal sistemi çift yönlü kullanarak kalkınmanın finansmanını sağlamaya çalışır. İlkinde devlet, kendisinin faiz getirisi bulunan ve bulunmayan finansal varlıklarına zorunlu talep yaratmak üzere sırasıyla bankaların zorunlu karşılık ve disonibilite oranlarını yükseltir. İkinci yönde ise, devlet kendi harcamalarının finansmanını önceden yaratılan zorunlu talepten sağladığı kaynak ile gerçekleştirir. Buna ilave olarak, kredi faizi sınırlamasıyla düşük tutulan faiz oranları yoluyla kredi talebi fazlası yaratılmaktadır. Devlet, bankaların düşük faizli bu kullanılabilir kredi hacminin bir bölümünün iktisadi kalkınma için önceliğe sahip olarak belirlediği sektörlerle tahsisini istemektedir (Emek, 2002, s.67).

Tobin (1965)'in neo-klâsik para ve büyüme modelinde, hanehalkı servetlerini para ve üretken sermaye varlıkları arasında paylaşmaktadır. Sermayenin getiri oranının paraya oranla daha yüksek olduğu veri iken, Tobin hanehalkı portföylerinin daha yüksek bir sermaye/para oranına sahip olacağını göstermektedir. Daha sonra, bunun daha yüksek bir sermaye/işgücü, daha yüksek işgücü verimliliği ve daha büyük kişi başına gelir yaratacağına işaret edilmektedir. Buradaki esas nokta, finansal gelişmenin baskılama altında tutulması yoluyla paranın getiri oranının düşürülmesinin refahı arttırmasıdır. Buna ulaşmanın en yaygın yolu, mevduat faiz oranları üzerine tavanlar getirilmesidir. Söz konusu mantık zinciri dışında, GOÜ'deki politika otoritelerinin faiz oranlarını düşük tutmak için çeşitli nedenleri vardır. Kamu

harcamalarının GOÜ'deki ekonomik faaliyetin büyük bir kısmını oluşturduğu ve bu harcamaların kamu borç ihracı yoluyla gerçekleştirildiği veri iken, otoriteler düşük faiz oranları aracılığıyla borçlanma maliyetlerini kontrol etmektedirler.

Faiz oranlarına üst limit getirilmesinin bir diğer nedeni, GOÜ'in kalkınma sürecine olumlu katkıda bulunduğu kabul edilen belirli ekonomik sektörlerin gelişmesini teşvik etmektir. Politika otoriteleri, tavanları denge düzeylerinin altında belirleyerek, fiyat dışı kıstaslar ile kredileri tahsis etmektedirler. Bu şekilde, özel sektör, serbest piyasa faiz oranlarında kârlı olmayabilecek belirli yatırımlara girişme konusunda cesaretlendirilmektedir. Neo-klâsik teoride, finansal servetin reel getirisindeki düşüş, tasarrufu ve yatırımı canlandırmakta ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi hızlandırmaktadır.

Arz-yanlı neo-klâsik görüş; basit olarak, finansal liberalizasyon ile genişleyen finansal kalkınmanın, liberalleştirilmiş piyasaların rekabete açılarak, sermaye maliyetlerinin azalmasına ve finansal kurumların artmasına neden olduğunu ileri sürmüştür (Onur, 2005, s.128).

McKinnon (1973) ve Shaw (1973) birbirlerinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarda, GOÜ'lere uygulandığı takdirde, aşağıda verilen varsayımların yanlış hale geldiğini göstererek, Neo-klâsik modeli tartışmaktadırlar. Varsayımlardan birincisi; sermaye piyasalarının etkin olarak işlemesi, başka bir deyişle fiziksel ve finansal varlıkların getiri oranlarının tam bilginin geçerli olduğu bir dünyada tüm piyasalarda eşitlenmesidir.

İkincisi; girdi ve çıktı piyasalarında tam rekabet koşulları mevcuttur, başka bir ifadeyle küçük firmalar büyük firmalar ile özdeş teknolojiyi elde etmekte ve ölçeye göre sabit getiri koşulları altında faaliyet göstermektedirler.

Üçüncü varsayım; sermaye birikimi nakit balanslar tutma kararından tamamen bağımsızdır, başka bir deyişle para yalnızca işlem güdüsü ile tutulmaktadır. Bu varsayımlar veri iken, Neo-klâsik büyüme modeli para ile sermaye birikimi arasında bir "ikame etkisi" yaratmaktadır. McKinnon reel para balanslarının para ile fiziki yatırımlar arasında bir "tamamlayıcılık etkisi"ne sahip olduğu alternatif bir model önermektedir (McKinnon,1973).

McKinnon'un temel düşüncesi, şöyle açıklanabilir: Az gelişmiş ülkelerin büyük kısmında, ticari bankacılık sistemi üretken girişimler açısından en önemli dış finansman kaynağı olma eğilimindedir. Dolayısıyla, diğer faktörlerin yanı sıra, ticari bankalar üretken girişimlerin işletme sermayesinin finansman kaynağı olarak stratejik bir aracılık rolü oynamaktadır. McKinnon (1973, s.87) “işletme sermayesi”ni, “mal stokları, ticari krediler ve fiilî satışlar öncesinde işgücüne verilen avanslar”ı kapsayacak şekilde tanımlamaktadır. McKinnon'un tezini açıklayabilmek için, ekonominin başlangıçta, nominal parasal genişlemenin ve enflasyonun yüksek olduğu enflasyonist bir dengede olduğunu ve para otoritelerinin birdenbire parasal genişlemeyi, düşük ancak halen pozitif olan bir düzeye düşürdüğünü varsayalım. Bu durumda, parasal genişlemedeki yavaşlamanın beklenen enflasyon oranında önemli bir düşüşe ve bu şekilde ekonomideki reel para stokunda bir artışa yol açması için belirli bir sürenin geçmesi gerektiği düşünülebilir. Bu süreç boyunca, parasal genişleme oranındaki düşüşün reel banka kredi akımını, zıt durumda olacağı düzeyin altına düşürme şeklinde bir etkisi olacaktır. Bu durum, üretken girişimlerin işletme sermayesi tutma kapasitesini sınırlamakta ve reel üretimde ani bir düşüş ortaya çıkabilmektedir (Kapur, 1976, s.778).

McKinnon, istikrar programının başlangıcında alternatif bir para politikası enstrümanı önermektedir: para otoriteleri, parasal genişleme oranını düşürmek yerine, para olarak tutulan varlıkların getirisi olan ortalama nominal mevduat faiz oranını arttırmalı ve bu şekilde reel para balansları talebini arttırarak aşırı para arzını düşürmelidir. Reel para balanslarındaki söz konusu artış ile birlikte, reel banka kredi akımında ve dolayısıyla reel üretimde artış ortaya çıkacaktır. Bu şekilde, reel banka kredi akımının istikrar süreci boyunca herhangi bir anda düşmesi gerekmekte ve kısa dönemde işletme sermayesi ile reel üretim üzerindeki baskılamadan kaçınılmaktadır.

Shaw (1973), McKinnon'a benzer şekilde, finansal baskılamada altındaki ekonomileri tasarruf yapmaya yönelten bir unsur olarak, pozitif reel mevduat oranlarının önemini vurgulamaktadır. Bununla birlikte, sermaye birikimi üzerinde içsel finansman olanaklarından çok, dış olanakların etkin kısıt olduğunu ileri sürerek, McKinnon'dan ayrılmaktadır. Shaw, mevduatın finansal araçlar açısından bir fon kaynağı olma işlevi üzerinde yoğunlaşmakta ve kredi arzının ekonominin üretken sektörünün finansman ihtiyaçlarına uygun biçimde genişlemesine olanak sağlayarak, yatırım harcamalarını teşvik edebileceğini ileri sürmektedir (Molho, 1986, s.91).

Dolayısıyla, McKinnon iç kaynaklar ile finanse edilen yatırımlar ile mevduat oranı arasındaki bağlantı üzerinde yoğunlaşırken, Shaw finansal derinleşme ve dış finansmanın önemini ortaya koymaktadır. Projelerin büyük çoğunluğu, kısmen iç finansman kısmen de borçlanma yoluyla finanse edildiği için, bu iki yaklaşım birbirini tamamlamaktadır. Faiz oranlarına getirilen sınırlamaların ekonomiyi üç şekilde bozduğu söylenebilir (Molho, 1986, s.111):

- i. Düşük faiz oranları, cari tüketim lehine ve gelecekteki tüketim aleyhine bir eğilim yaratmaktadır. Başka bir deyişle, faiz oranlarının baskılama altında tutulması, cari tüketim/gelecekteki tüketim oranını arttırmaktadır. Bunun nedeni, bugünkü tüketimden vazgeçmenin maliyetinin düşük olmasıdır. Kuşkusuz, bugünkü tüketimin artması gelecekteki tasarruf ve sermaye birikimini olumsuz etkileyecektir. Dolayısıyla, faiz oranına getirilen tavan uygulaması, tasarrufların sosyal optimum düzeyin altına düşmesine neden olabilmektedir,
- ii. Potansiyel ödünç verenler, mevduat faiz oranlarının düşük olması nedeniyle, parayı bir bankaya ödünç vermek yerine, görece olarak düşük getirili doğrudan yatırıma yöneltebilirler,
- iii. Düşük faiz oranlarında ihtiyaç duydukları fonların tamamını bankalardan borç alanlar, nispeten sermaye-yoğun projeleri tercih edeceklerdir (Fry 1988, s.18).

McKinnon soruna önce parçalanmış ekonomi çerçevesinden bakmaktadır. McKinnon'a göre GOÜ'de finansal piyasaların başlangıç aşamasında para ve sermaye piyasalarının bölünmüş olması nedeniyle para ve fiziki sermaye birbirinin ikamesi değil tamamlayıcısıdır. McKinnon finansal baskılama altında para otoritesi tarafından belirlenmiş negatif veya düşük reel faiz oranlarının tasarruf miktarını azaltarak ve kaynakların etkin dağılımını engelleyerek finansal piyasaların bölünmesine ve bankacılık sisteminin finansal aracılık rolünün olumsuz etkilenmesine neden olduğunu ileri sürmektedir (Doğan ve Işık, 2007, s.38).

Bu durumda organize finans piyasalarının mevcut olmadığı göz önüne alındığında yatırımcılar ve tasarruf sahipleri arasında bir ayırım olmaksızın bütün ekonomik birimler içsel finansman yoluyla ayakta kalabilmektedir (Venet, 2003, s.61).

McKinnon'a göre finansal baskılamının sonuçları şu şekilde özetlenebilir (Soydemir, 1998, s.9):

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

Shaw'a göre ise, finansal sektör finansal varlıklar ve finansal hizmetler için oluşturulmuş karmaşık piyasalardır (Shaw, 1973, s.3).

Borcun aracılendirilmesi modelinde Shaw, mevduat faiz oranlarındaki artışın işlemcilerin mevduat talebini teşvik ederek bankacılık sektörünün kredi kapasitesini arttırdığını göstermektedir. Bu durum dışsal bir şekilde finanse edilen yatırımları uyarmaktadır (Venet, 2003, s.61).

Ayrıca yüksek reel faizler yurtdışındaki fonların ülkeye girmesine ve finansal derinliğin artmasına neden olacaktır. Shaw özellikle finansal derinliğin artmasında yurtdışı fonların yurtiçi fonlardan daha önemli olduğunu vurgulamaktadır (Atamtürk, 2003, s.43).

Finansal politika liberalize edildiğinde ve finansal fiyatlardaki sapmalar ortadan kaldırıldığında ya da azaltıldığında likidite rezervleri yükselir. Finansal liberalizasyon ve ona bağlı politikalar aynı zamanda gelir dağılımının eşitlenmesine de neden olur (Shaw, 1973, s.7,11).

Geri kalmış ekonomilerin reel finansal büyümelerini bastırmaları sosyal kayıplarla sonuçlanmıştır. Geri kalmış ekonomilerin gelirleri tam liberalizasyonla yükseltilebilir. Eğer tasarruflara uygun getiri oranları önerilirse gelir/tasarruf rasyoları yükselir. Eğer faiz oranları alternatif yatırım seçenekleri arasında radikal bir biçimde

kullanılırsa tasarrufların tahsisi daha etkili olur. Eğer müdahale ve baskılama stratejisi daha az güven bulursa gelir dağılımındaki adaletsizliğin azalması mümkün olur (Shaw, 1973, s.80).

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

McKinnon ve Shaw yaklaşımına göre GOÜ'de finansal liberalizasyon sürecine girilmesiyle serbest bırakılan faiz oranları yükselerek tasarruf yatırım dengesini sağlayacak önemli bir değişken haline gelecek ve böylece finans kesimi ile piyasalara ilişkin tüm bilgileri taşıyan bir gösterge niteliği taşıyacaktır. Faiz oranlarının yükselmesine bağlı olarak tasarruflar artacak, bu da yatırımlara dönüştürülebilecek kaynakları artırarak ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. Öte yandan tasarrufların artması tüketimi kısıtıcı etki yapacak ve böylece enflasyonist baskılamalar da ortadan kalkacaktır. Yine faiz oranlarının yükselmesi ile daha önce üretken olmayan yatırımlar artık kârlı olmaktan çıkacağı için tasarruflar daha üretken alanlara yönelecek ve kaynak dağılımında etkinlik sağlanacaktır. Finansal liberalizasyon mali piyasalarda araç çeşitlenmesine yol açarak finansal derinleşmeyi artıracak buna bağlı olarak da finansal sistemin gelişmesine katkıda bulunacaktır (Tezer ve Çolak, 1999, s.274).

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

Bütün olumlu beklentilere karşın McKinnon-Shaw yaklaşımının uygulaması çok az istisnalar dışında beklenen sonuçlara ulaşamamıştır. Özellikle, finansal liberalizasyon ile yükselen faizler, tasarruf ve yatırımları uyarmada başarısız olurken, dış tasarrufları (dış borçları) beklenmedik ölçüde artırmıştır. Benzer şekilde, finansal liberalizasyon iç

borçlarda da önemli artışlara yol açmıştır. Büyük bankalar ve uluslararası piyasalarla bağlantısı olan işletmeler ucuz kredilere ulaşabilirken, yüksek maliyetlerle yurtiçi piyasalardan kredi alan küçük işletmelerin borçları sürekli olarak yükselmiştir. 1980'lerin ortasında yeni serbestleşen bu finansal piyasalar çökerken, hükümetler kaçınılmaz olarak finansal piyasalara müdahale etmişlerdir (Esen, 1998, s.25).

McKinnon-Shaw yaklaşımıyla ilgili dünyada yaşanan gelişmeler teorinin öngörülerinin GOÜ'lerde sınırlı olarak ortaya çıkması ya da olumsuz sonuçların çokça yaşanması nedeniyle eleştirilmeye başlanmıştır. Bu eleştirilerin başını "Yapısalcı Yaklaşım" çekmektedir.

### 2.3.1.2. Kapur Modeli (1976)

Kapur birçok çalışmasında (Kapur, 1976a, 1976b, 1981, 1983, 1989) McKinnon-Shaw modeli bağlamında işletme sermayesi ile banka kredileri arasındaki ilişkileri göz önünde tutarak teorik çerçeveyi genişletmiştir. Ortaya çıkarmış olduğu toplam üretim fonksiyonu içinde yer alan toplam kullanılan sermaye (*total utilized capital*) sabit sermaye ve işletme sermayesi olarak iki kısımda incelenmiştir.

Kapur'un varsaydığı ekonomide; sabit sermaye tam olarak kullanılmaz ve işgücü fazlası mevcuttur. Dolayısıyla, işletme sermayesi üretim düzeyi üzerinde bağlayıcı bir kısıt oluşturur. Kullanılmış işletme sermayesinin sabit bir oranı ve işletme sermayesine net eklemelerin tamamı banka kredileri tarafından finanse edilir. Yeni bir kredi başvurusundan önce girişimciler, kullanılmış işletme sermayesinin belirtilen sabit oranlık kısmını geri öderler. Her yeni dönemde işletme sermayesinin tümünün tükendiği kabul edilirse; toplam kullanılan sermaye net artışı bulmak için banka kredilerindeki nominal artıştan, banka kredilerindeki işletme sermayesini sabit tutmak için gerekli olan artışın çıkarılması gerekir (Fry, 1988, s.29).

Kapur modeli, mevduat ve fiziki varlıkların enflasyona karşı önlem aracı olarak tutulduğu bir portföy modelidir. Reel terimlerle para talebi, kısmen reel mevduat faiz oranı tarafından belirlendiği için, parasal genişlemede artış veya reel ekonomik büyümede düşüş nedeniyle enflasyon yükseldiği ve nominal faiz oranı değişmediği takdirde, reel para talebi azalmaktadır. Dolayısıyla, nominal faiz oranının rekabetçi serbest piyasa düzeyinde belirlenmesi halinde, faiz oranının baskılama altındaki düzeyinden daha yüksek olması büyümeyi arttıracaktır (Fry, 1988, s.33).

Para arzı, yüksek güçlü para (*high powered money*) ile yurtiçi kredileri içermektedir. Halkın yalnızca mevduat parası tuttuğu varsayılabilir. Banka varlıkları, zorunlu rezervler ve ödünç kredilerden oluşmaktadır. Banka yükümlülükleri ise yalnızca mevduatlardan oluşmaktadır. Bu şekilde, Kapur modelinde banka kredi arzının para stokuna bağlanması mümkün olmaktadır. Üretim artışı oranı, belirli bir eşik (*threshold*) değerinin altındaki herhangi bir oranda, para arzı artışı ve mevduat faiz oranı ile pozitif, öte yandan; rezerv oranı ve enflasyon oranı ile negatif ilişkilidir. Kapur modelinde enflasyon, uzun dönemde parasal ve reel ekonomik büyüme oranları tarafından belirlenmektedir. Para, üç nedenden dolayı, ekonomik büyüme konusunda “yansız” değildir (Fry, 1988, s.33):

- Sabit nominal faiz oranı, enflasyon oranı değiştiği zaman, reel para talebi ve dolayısıyla reel kredi arzının değişmesine yol açmaktadır,
- Nominal faiz oranları rekabetçi olarak belirlendiğinde bile, enflasyon oranında artış olduğunda, zorunlu rezerv oranı nedeniyle reel mevduat faiz oranı ve reel para talebi düşebilir. Başka bir deyişle, zorunlu rezerv oranı, finansal aracılık faaliyetleri üzerine, enflasyona bağlı olarak artan etkin bir vergi yüklemektedir.

Kapur, mevduat faiz oranlarındaki artışın, ekonominin orijinal denge durumundan yeni durağan duruma doğru zaman patikası üzerindeki pozitif etkilerini ayrıntılı olarak tanımlamaktadır. Mevduat faiz oranındaki bir artış reel para balanslarına yönelik talebi arttırarak, fiilî enflasyon oranını derhal düşürmektedir. Kapur’un uyarlamacı beklentiler varsayımı nedeniyle, beklenen enflasyon başlangıçta sabit kalmakta, ancak fiilî oran düştükten sonra düşürülmektedir. Kapur, beklenen enflasyon oranındaki düşüşün, dolaşımdaki düşüşün etkisine üstün gelme eğiliminde olduğunu ve bu şekilde fiilî enflasyon oranının düşürüldüğünü iddia etmektedir.

Nominal faiz oranlarındaki artışın pozitif etkisi veri iken, otoritelerin söz konusu oranları yükseltme güdüsü bulunmaktadır. Bununla birlikte, bir noktada ödünç verme oranları işletme sermayesinin getiri oranından daha yüksek olacağı için bu gerçekleşmemektedir. Dolayısıyla, işletme sermayesinin getiri oranı, üzerinde işletme sermayesi talebinin sıfır olacağı, bir üst limit yaratmaktadır.

Kapur modelindeki diğ er önemli unsur, zorunlu rezerv oranlarıdır. Nominal mevduat faiz oranlarının rekabetçi koşullarda belirlenmesi durumunda bile, zorunlu rezerv oranının empoze edilmesi, reel mevduat faiz oranının ve dolayısıyla reel para talebinin, enflasyondaki artış ile birlikte düşmesine yol açabilmektedir. Bankacılık maliyetlerinin sıfır olduğu ve banka rezervlerine faiz ödenmediği varsayımları altında, mevduat faiz oranları arttığında, ya kredi/para arzı oranı ya da kredi/faiz oranı yükselmelidir.

Zorunlu karşılık oranının düşürülmesi, mevduat faiz oranlarını ve dolayısıyla krediye gidecek mevduat miktarını arttıracaktır. Dolayısıyla, modelde mevduat faiz oranları artışı, kredi talebini düşürmemekte ve kredi talebi modelde bir kısıt oluşturmamaktadır. Kredi talebinin sonsuz esnekliği, ekonomide mevcut sermaye stokunun tamamen kullanılmadığı ve aşırı işgücü arzı varsayımları ile sağlanmaktadır. Bu nedenle, finansal liberalizasyon sonucu mevduat faiz oranında ortaya çıkacak artışın kredi faiz oranında yaratacağı yükselme baskısı ve bu baskının kredi talebi üzerindeki olumsuz etkileri Kapur modelinde dikkate alınmamaktadır. Bankacılık sistemi rekabetçi olduğu zaman, faiz oranları tavanlarını kaldırma şekli olan finansal liberalizasyon, bu optimal sonucu otomatik olarak meydana getirecektir. Bankacılık sistemi kartelleşmiş ya da oligopolcü bir yapıda ise, uygun mevduat faiz oranı, bankaların teklif edebileceği minimum bir oran olarak oluşacaktır (Fry, 1988, s.34).

Özetle, finansal baskılamanın geçerli olduğu GOÜ için Kapur, McKinnon-Shaw modeli bağlamında, finansal liberalizasyonun yararlarını ortaya koymaktadır.

### **2.3.1.3. Galbis Modeli (1977)**

Galbis, finansal aracılık sürecindeki gelişmelerin ekonomik büyüme açısından bir önkoşul olduğu hipotezine ilişkin çalışmalardaki esas tartışma konusunun, finansal tasarrufların uygun bir hızda gelişmesinin tüketime ve düşük getirili girişimlere bir alternatif oluşturması ve söz konusu tasarrufların fazla (*surplus*) veren sektörlerden açık veren sektörlerle transferi olduğunu belirtmektedir (Galbis, 1974, s.58).

Böyle bir transfer, yatırımları uyarmak için düşük faiz oranlarını öneren Keynesci geleneğin zıttı şeklinde, yüksek faiz oranı politikalarını gündeme getirmektedir (McKinnon, 1973; Shaw, 1973).

Dolayısıyla, kalkınma teorisinde GOÜ konusundaki esas vurgu, temel yatırım olanaklarının yokluğu konusundaki kaygılardan, finansal kısıtların kaldırılmasına kaymıştır. McKinnon ve Shaw tarafından ortaya atılan ve o dönem için “yeni” kabul edilen yaklaşımın teorik göstergeleri, GOÜ’ün iktisadi yapılarına ilişkin bazı gerekçelere dayanmaktadır:

Birincisi; gelişmekte olan ekonomiler, kıt fiziksel ve beşeri kaynakların kullanılmasında önemli ölçüde farklı etkinlik düzeylerine sahip geleneksel ve modern teknolojilerin farklı yatırım getiri oranlarında büyük farklılıklar yarattığı “parçalanmış” (*fragmented*) ekonomilerdir. Dolayısıyla, bu tip ekonomilerde toplam üretim fonksiyonundan ve tekdüze (*uniform*) girdilerden söz etmek fazla bir anlam taşımamaktadır (Galbis,1974, s.59).

İkincisi; çok sayıda modern üretim sürecinin önemli bir niteliği, görece olarak büyük yatırımları gerektirmesidir ki, fiziksel sermayedeki bölünmezlikler kalkınma sürecinde dikkate alınması gereken önemli bir unsur haline gelmektedir. Üçüncü gerekçe; yatırımın içsel finansmanının taşıdığı önemdir. Galbis, finansal aracılığın ilkel bir aşamada olduğunu ve yüksek getiri oranlarına sahip yeni teknolojilere yatırım üzerine ciddi finansal kısıtlar getirilirken, düşük getiri oranına sahip daha eski, oto-finansmana dayalı sektörlerdeki yatırımların artmakta olduğunu ileri sürmektedir. Galbis’e göre, finansal aracılık sürecinde, finansal ve reel kaynakları daha eski ve düşük getirili yatırımlardan yeni ve yüksek getirili yatırımlara kaydıracak iyileştirmeler, genel ekonomik büyüme oranında önemli bir hızlanma yaratabilecektir. Kuşkusuz, finansal sistemin gelişmesi, katlanılması gereken bazı maliyetler de yaratacaktır. Bununla birlikte, finansal gelişme, kendi kendini besleyen ekonomik büyüme aşamasına ulaşmanın, birincil unsuru olmasa da, bir önkoşuludur.

Galbis, GOÜ’ün büyük kısmında hükümetin oynadığı rolün de dikkate alınması gerektiğini belirtmektedir. Söz konusu rol, genellikle, yanlış yönlendirilmiş kurallara dayandırılan regülasyonların artması şeklinde gerçekleşmiş ve finansal sistemin kötü işlemesine ve reel kaynakların etkin olmayan kullanımına önemli katkıda bulunmuştur. Kredi kurumlarının mevduat yükümlülükleri için ödeyebilecekleri faiz oranlarının düzenlenmesi yönündeki yaygın uygulamalar, resmî piyasalarda oldukça düşük faiz oranları yaratmıştır. Galbis farklı varlıkların getiri oranlarındaki farklılıklarının yalnızca GOÜ’e özgü olmadığını belirtmektedir. Günümüzdeki daha gelişmiş ülkelerde de

teknolojik gelişmeler, üretim sürecine giren yatırımcılara geçici bir avantaj sağlamaktadır. Galbis'e göre, GOÜ açısından önem taşıyan husus, finansal süreçlerin yapısı tarafından getirilen kısıtlar nedeniyle, teknolojik gelişmeden fayda sağlama yeteneğinin olmamasıdır (Galbis,1974, s.62).

Galbis (1977), McKinnon-Shaw hipotezinin büyümeyi arttırdığı sonucunu destekleyen bir model kurmaktadır. Bununla birlikte, Kapur (1976) ve Mathieson (1979)'dan farklı olarak, yatırımın ortalama etkinliği üzerinde yoğunlaşarak, finansal baskılamanın etkilerini analiz eden iki sektörlü bir model geliştirmektedir. Galbis'in ekonomisi şu iki sektörden oluşmaktadır (Fry, 1988, s.43):

1. Sektör: sermayenin düşük getiriye sahip olduğu "Geleneksel Sektör",
2. Sektör: daha yüksek sermaye getiri oranına sahip "Modern Sektör".

Geleneksel sektör banka kredisi kullanmaz ve bu sebeple de bütünüyle kendi kendini finanse eden bir yapıdadır. Bu sektördeki yatırım düzeyi, düşük sermaye getiri oranı ve mevcut tek finansal varlık olan mevduatların getiri oranı tarafından belirlenmektedir Galbis, içsel finansman kısıtını, gelirin sabit bir oranı olarak tanımlar; bu oran Geleneksel Sektördeki yatırım düzeyi ile yine bu sektör tarafından tutulan reel para balanslarındaki değişimin toplamıdır (Fry, 1988, s.44).

Bununla birlikte, Modern Sektör bankacılık sistemine ulaşabilmekte ve ödünç alabilmektedir. Bankalar tüm mevduatı Modern Sektöre kredi olarak vermektedir. Bu nedenle Modern Sektör para balansları tutmakta, ancak bunların tümünü borçlanmaktadır. Galbis, otoritelerin mevduat faiz oranlarını denge düzeylerinin altında sabitlediği kabulü altında, finansal baskılama koşullarını yükleyerek, Geleneksel Sektör yatırım düzeyinin azaldığını ve Modern Sektör yatırım düzeyinin ise arttığını göstermektedir. Galbis daha yüksek reel mevduat faiz oranlarının, finansal sektörlerarası tasarruf aracılığı yoluyla ortalama yatırım etkinliğini iyileştirdiği sonucuna ulaşmakta ve dolayısıyla M-S tarafından ortaya atılan savı desteklemektedir (Fry, 1988, s.44).

Sonuç olarak, Kapur (1976), Mathieson (1980) ve Galbis (1977)'in çalışmalarının, McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından geliştirilen modeli desteklediği ve genişlettiği, elde edilen sonuçları onayladığı söylenebilir. Ayrıca, belirtilen modellerin yanı sıra, Fry (1977, 1978, 1980), döviz kurlarını ilave bir politika

aracı olarak dâhil ederek, McKinnon-Shaw modelinin çerçevesini açık ekonomiye genişletmektedir.

#### **2.3.1.4. Fry'ın Finansal Gelişme Modeli (1977)**

Fry, finansal gelişme modelinde tasarruf, yatırım ve uzun dönem ekonomik büyüme arasındaki bağımlılığı ortaya koymaktadır ve ekonometrik tahmin için türetilen fonksiyonun, reel GSMH'nın büyüme oranını içermesi gerektiğini belirtmektedir. Gelir etkisi ikame etkisinden daha büyük olabileceği için, nihai etkinin yönü teorik olarak belirsizdir. Herhangi bir durumda gözlenen pozitif ilişki yalnızca, ulusal gelir hesaplarında tasarruf olarak kaydedilmeyen fiziki mallar biçimindeki tasarruf ile, finansal varlıklarda biçimlenmiş tasarruf arasında ikame olduğunu göstermektedir (Fry, 1982, s.737).

Bu durumda, daha yüksek bir reel mevduat faiz oranı, gerçek tasarruf oranından çok, üretken yatırımlara gidebilecek serbest kaynak miktarını artırabilmektedir. Başka bir deyişle, daha yüksek reel mevduat faiz oranının gerçek etkisi, yatırımın hacmi üzerinde değil, ortalama etkinliği üzerindedir. Üretken yatırım içsel finansmanla finanse edildiği ölçüde, tasarruf oranı, yatırımın beklenen reel getirisine de bağlı olabilmektedir. Cari işlemler eksi yurtdışından elde edilen net faktör geliri, ödemeler bilançosu açığını göstermek üzere, dış tasarruf oranı, ulusal tasarrufun ikamesi olması nedeniyle, modele dâhil edilmektedir. Bu durumda, dış tasarruf akımlarında artışa, hem bugün hem de gelecekte daha fazla tüketerek tepki göstermek rasyonel bir ekonomik davranış olmaktadır. Ortaya çıkan tasarruf fonksiyonu, hem McKinnon'a ait "tamamlayıcılık hipotezi" ile hem de Shaw'ın "borç aracılığı teorisi" ile tutarlıdır. Yatırım oranı, yatırımın beklenen getirisine ve etkin reel ödünç faiz oranına bağlıdır. Bu nedenle, etkin nominal ödünç faiz oranı önceden belirlenmiş tasarruf düzeyi ile yatırımı eşitleyecek şekilde uyarlanmaktadır. Normal ya da uzun dönem büyüme oranı, önceki dönemin yatırım oranı ve yatırımın etkinliği tarafından belirlenmektedir. Etkinliğin hâsıla/sermaye oranıyla yakın ilişkide olduğu varsayılırsa, büyüme oranı basitçe reel mevduat faiz oranı tarafından belirlenmektedir. Yatırımlar bir yıl gecikme ile üretime başladığından, cari yılda ölçülen marjinal hâsıla/sermaye oranı artışı, önceki yıl yatırımlarının etkinliğine bağlı olmaktadır. Cari büyüme durağan durumda normal büyümeye eşitlenir.

Fry'n modelinde enflasyon, açık biçimde, kişi başına nominal para arzındaki büyüme oranları ve kişi başına reel para talebindeki büyüme oranları arasındaki farklılık tarafından belirlenmektedir. Enflasyonist süreci anlamak için, nominal para arzı ve reel para talebinin belirleyicilerinin analiz edilmesi gerekmektedir. Para arzı mekanizması farklı ülkelerde farklı biçimler almaktadır. Fry'n para arzı modeli, bankacılık ve ödemeler bilançosu sistemlerinin sıkı biçimde düzenlendiği ve faiz oranı tavanlarının sürekli aşırı kredi talebi meydana getirdiği tipik bir gelişmekte olan ekonomi için kurulmaktadır (Fry, 1982, s.738).

Dolaşımdaki parayı olduğu gibi tasarruf ve vadeli mevduatları ve vadesiz mevduatı kapsayan geniş para tanımı, bütün GOÜ'de kişi başına reel sürekli gelirdeki değişme oranının değerini iyi tahmin etmektedir. Burada özetlenen modellerin ortak özelliği, büyümeyi maksimize edici mevduat faiz oranının, rekabetçi serbest piyasa denge faiz oranı olmasıdır. Bu denge faiz oranı, zorunlu rezervlere rekabetçi ödünç oranı ödeyerek ya da enflasyon oranını düşürerek artabilmektedir. Bu modellerin politika anlamları, kurumsal faiz oranı tavanları ve zorunlu rezervler kaldırılarak, finansal sistemin serbest giriş şartları altında rekabetçi biçimde faaliyet göstermesi sağlanarak, ekonomik büyümenin artırılabiliridir. Rekabetçi şartlara hemen ulaşılmadığı yerde, rekabetçi sonucun benzerini meydana getirmek için minimum mevduat faiz oranları empoze edilebilir.

### **2.3.1.5. Mathieson Modeli (1980)**

Mathieson (1980), Kapur (1976)'daki üretim fonksiyonunu ve Kapur'un işletme sermayesinin toplam kullanılan sermayeye oranının sabit olduğu varsayımını kullanmaktadır. İki model arasındaki farklılık, Mathieson'un sabit sermayenin tam olarak kullanıldığını ve tüm sermayenin sabit bir oranının banka kredileri ile finanse edildiğini varsaymasıdır.

Dolayısıyla, Mathieson'un sermaye birikim oranı, sermaye üzerindeki sabit reel getiri oranı ve reel kredi oranı ile belirlenmektedir. Sermayenin reel getiri oranı ne derece yüksek, nominal kredi oranı ne derece düşük ve üretim/sermaye oranı ne derece yüksek ise, büyüme o kadar hızlı olacaktır (Fry, 1988, s.37).

Kapur modelinde olduğu gibi, Mathieson da nakit/para oranının sabit olduğunu, nakit bazının krediler ile desteklenmeyip, transfer ödemeleri ile yaratıldığını varsayar (Fry, 1982, s.736).

Mathieson modelinde, ekonominin, mevduat faiz oranlarının denge düzeyinin altında tutulduğu bir durumdan başlaması halinde, mevduat faiz oranlarının artırılmasının büyümeyi arttıracığı ortaya konulmaktadır. Daha yüksek mevduat faiz oranı para talebini arttırmakta ve bu daha sonra sermaye birikimi için kullanılmaktadır. Bununla birlikte, daha yüksek mevduat faiz oranları kredi faiz oranlarını da arttırmakta ve bu da yatırımı ve büyümeyi düşürmektedir. Mathieson modelinin Kapur modelinden temel farklılığı, kredi talebinin faiz esnekliği konusundadır. Kapur, kredi talebinin sonsuz esnek olduğunu kabul ederken, Mathieson kredi talebinin faize karşı tamamen duyarsız olduğunu varsaymaktadır.

Mathieson'a göre optimal politika, mevduat faiz oranları bir kez değiştirildikten sonra, otoritelerin finansal piyasayı sürekli olarak dengede tutmak için, bu oranları enflasyon oranı ile uyumlu olacak şekilde ayarlamaya devam etmeleridir.

Mathieson'un modelinde, yatırımın bankalar tarafından finanse edilen kısmı ile zorunlu rezerv oranı ne kadar yüksek ve hasıla/sermaye oranı ne kadar düşük ise, denge mevduat faiz oranı o kadar yüksek olmaktadır. Bununla birlikte, mevduat faiz oranlarının yükselmesi, kredi faiz oranlarını da yükseltmekte, dolayısıyla büyümeyi düşürmektedir (Fry, 1988, s.40).

Mathieson Kapur'dan farklı bir teknik kullanıyor olsa da, McKinnon-Shaw çerçevesi ile tutarlı aynı temel sonuçlara ulaşmaktadır: Finansal liberalizasyon yatırımı ve dolayısıyla, finansal baskılama altındaki GOÜ'de, ekonomik büyüme oranını arttırmaktadır.

### **2.3.1.6. Kumar'ın Finansal Gelişme Modeli (1983)**

Kumar (1983)'in modelinde, tasarruf sahipleri tarafından elde edilen reel net nakit balansları banka kredisi yoluyla, ya sermaye biriktirmeyi arzulayan özel borçlanıcılara ya da cari tüketim için hükümete kanalize edilmektedir. Yatırım, ya içsel finansmanla ya da bankacılık sistemi tarafından ödünç verilebilir fonlar yoluyla finanse edilebilmektedir. Özel yatırım için mevcut ödünç verilebilir fonların toplam arzı, yeni yaratılmış para balansları eksi hükümetin cari tüketimini finanse eden kısmına eşit

olmaktadır. Böylece finansman kaynakları cari gelirden elde edilen tasarruflar ve banka mevduatları şeklinde birikmiş olan reel balanslardır. Talep tarafında, hükümet ve özel sektör, mevcut ödünç verilebilir fonlar için rekabet etmektedirler. Nihayet yatırım, fiziki sermayenin ve reel mevduat faiz oranının bir fonksiyonudur. Bu basitleştirilmiş modelde bankacılık sistemi aynı anda hem sermaye komisyoncusu ve hem de ödeme araçları arz edicisidir. Mevduat tasarruf, yatırım ve işlemler için talep edilmektedirler (Kumar, 1983, s.21).

Mevduat faiz oranı merkezi bir değişken olarak görülmektedir. Para arzı, para otoritelerince dışsal olarak verilmektedir. Uyarlamalı beklentiler varsayımı ile para arzı genişlemesi, beklentilerin uyarlanma döneminde yalnızca para talebini etkileyebilir. Ödünç verilebilir fonlar yaklaşımındaki gibi, tasarrufların arzulan düzeyinin ötesinde herhangi bir para arzı artışı, yalnızca uzun dönemde enflasyonla sonuçlanır. Böyle modellerde, bir finansal baskılama politikası, reel mevduat faiz oranını pozitif denge düzeylerinin altında sürdürmeyi araştırmaktadır. Böyle bir politika, kıt olan tasarrufun kısıtlanmasıyla sonuçlanır. Kamu açıklarıyla birlikte kıt kaynakların mevcudu özel sektör için azalır ve bundan dolayı, tasarruflar ileriye göremeyen bürokrasi ile birlikte üretken olmayan biçimde dağıtılır. Bu nedenle, GOÜ bağlamında uygun finansal politika yaklaşımı, mevduat biçiminde reel para talebini artırmayı teşvik etme konusunda, reel mevduat faiz oranlarını artırmaya odaklanmalıdır. Bu, cari yatırımı finanse etmek için ihtiyaç duyulan kaynakları genişletir ve küçük yatırımcılara daha düşük enflasyon oranında yatırım yapmak için tasarruf biriktirme olanağı sağlar. Ayrıca, böyle bir finansal liberalizasyon politikası sermaye piyasasını bir bütün haline getirir, yurtiçinde tasarrufta bulunanların kazancını artırır ve artan tasarrufları yüksek getirili ve daha üretken projelere yönlendirir (Stuart, 1993, s.283).

### **2.3.2. Yeni Yapısalcı Ekol**

Yeni Yapısalcı Ekol, Taylor (1983) ve Wijnbergen (1982, 1983) öncülüğünde McKinnon-Shaw'ın öne sürdüğü tezlere tepki olarak ortaya çıkmıştır. (Venet, 2003, s.65; Kar ve Taş, 2003, s.168).

Yeni Yapısalcı yaklaşımı savunan pek çok iktisatçı sınırlanmamış finansal liberalizasyona karşı çıkmakta ve ılımlı finansal baskılamayı savunmaktadır (Şengönül vd., 2007, s.31).

Yeni Yapısalcı yaklaşımın finansal liberalizasyon konusundaki en önemli katkısı finansal liberalizasyonun arz ve talep yönünden ortaya çıkan etkilerini ortaya koymasındır. Bu açıdan yatırım, tasarruf ve bunların iktisadi birimler arasındaki dağılımının nasıl oluştuğu ve bu sürecin nasıl etkilendiğinin analizi konusunda yapısalcı okulun yaklaşımları önemli açıklamalar getirmektedir (Kahyaoglu, 2008, s.28).

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

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

- Ücretler, dışsal bir şekilde belirlenmektedir.
- Enflasyon, çalışanların ve sermayedarların görece ağırlığına göre belirlenmektedir.
- Tasarrufun kaynağı ücretler değil, kardır.
- Fiyatlar genel düzeyi, çalışma maliyetleri, ithalât ve üretken sermayenin finansmanı üzerindeki sabit oranlara göre belirlenmektedir.
- Hammadde, sermaye donanımı ve ara malların ithali GOÜ için zorunluluktur.

GOÜ hammadde ve/veya aramal ithalâtlarına oldukça önemli oranda bağımlıdır. Yukarıda bahsedilen farklılıklardan dolayı, Yeni Yapısalcı ekole göre finansal liberalizasyon sonucu oluşacak bir faiz artırımını GOÜ'de maliyetleri ve fiyatlar genel seviyesini artıracığından uygulanan finansal liberalizasyon politikaları enflasyona neden olacaktır. Öte yandan, Yeni Yapısalcı ekol GOÜ'in bazılarında geniş olarak bulunan ve bankacılık sektörü dışında çalışan finansal aracılık kurumlarına (*curb markets*) büyük önem vermektedir (Kar ve Taş, 2003, s.168).

İnformel finans sektörü olarak da adlandırılan bu sektör kaynakların karşılanması anlamında büyük bir etkinliğe sahiptir. Yeni Yapısalcılara göre informel sektör

ekonomik büyümeyi engelleyemeyecek, bunun tam zıttı şeklinde büyümenin itici bir faktörü olacaktır (Venet, 2003, s.65).

Yapısalcı ekole göre, informel ve bankacılık dışında gelişen bu sektörün çalışması daha verimlidir. Keza, bu kurumlar piyasa ilişkilerinde birebir çalıştıklarından mevduat munzam karşılığı gibi herhangi bir miktar hesaplarında tutmadıkları için daha verimlidirler (Kar ve Taş, 2003, s.168).

Bu bakımdan Yeni Yapısalcı görüş mali baskılamanın GOÜ’de faiz oranlarının yükselmesini önleyerek yatırımların ve ekonomik büyümenin hızlanması sonucunu doğurabileceğini, enflasyonu ise aşağı çekici bir etki yapacağını ileri sürmektedir. Yine bu görüşe göre mali baskılama söz konusu olduğunda tasarrufların artması için, resmî ve örgütlenmemiş para piyasasından mali piyasaların etkin bir şekilde çalışması gerekir. Bunu sağlayacak hane halkının portföy tercihinin söz konusu piyasalardaki kullanılabilir fon arzını (tasarrufları) artıracak şekilde değişmesidir (Tezer ve Çolak, 1999, s.275).

Yeni Yapısalcı yaklaşım, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi yavaşlatarak enflasyonu yükselteceğini ileri sürmektedir. Söz konusu yaklaşıma göre, GOÜ’de piyasa biçimleri ‘mark-up fiyatlama’ esasına dayanmaktadır. Bu durum, faiz maliyetlerinin işletme sermayesi maliyetine dâhil edilmesini gerektirmektedir. Finansal liberalizasyon sonucunda serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile üretim maliyetleri artmakta, bu artış mark-up fiyatlama davranışı yoluyla fiyatlara yansıtılmaktadır. Finansal liberalizasyon, bir başka deyişle, faiz oranlarının yükselmesine yol açarak enflasyonu hızlandırıcı bir etki yapmaktadır. GOÜ’de resmî mali piyasaların yanı sıra informel mali piyasalar da fon arz ve talebi sürecinde rol oynamaktadır. Bu ülkelerde, ödünç verilebilir fonların bir kısmı informel piyasalara doğru yönelmektedir. Dolayısıyla tasarruf sahipleri ve yatırımcılar, fon arz ve talebinde bulunurken hem resmî bankacılık sistemini hem de informel ya da organize olmayan piyasayı kullanmaktadırlar.

Bu yaklaşıma göre, finansal liberalizasyon sonucunda serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile resmî bankacılık kesiminde toplanan fonlar (mevduat) artarken, informel mali kesimde toplanan fonlar azalacaktır. Bunun anlamı, informel piyasadan bankacılık sistemine bir fon akımı meydana geleceğidir. Bu bakımdan, Yeni Yapısalcı görüş, mali baskılamanın GOÜ’de faiz oranlarının yükselmesini önleyerek yatırımların ve ekonomik büyümenin hızlanması sonucunu doğurabileceğini, enflasyonu

ise aşağı çekici bir etki yapacağını ileri sürmektedir. Mali baskılama söz konusu olduğunda tasarrufların artması için, resmî ve informel mali piyasaların etkin bir şekilde çalışması gerekir. Bunu sağlayacak olan da, hanehalkının portföy tercihinin söz konusu piyasalardaki kullanılabilir fon arzını (tasarrufları) arttıracak şekilde değişmesidir (Eser,1996, s.12).

Kalkınmanın finansmanı konusundaki araştırmaların diğer alanı, McKinnon-Shaw'ın iddiasındaki temel zayıflığın kabul edilmesi üzerinde yoğunlaşmıştır. Van Wijnbergen, Buffie ve diğerleri öncülüğünde gelişen söz konusu araştırma çizgisi Wai (1977, 1980)'nin bulgularını analizlerine dâhil etmektedir. Wai, GOÜ için McKinnon-Shaw'ın kabul ettiği organize finansal piyasa veya ticari bankacılık sisteminden çok daha geniş olabilen “organize olmamış” finansal piyasa veya “karaborsa piyasa”nın varlığını göstermiştir (Wai,1977).

Söz konusu Yeni Yapısalcı Ekolün ulaştığı sonuç, McKinnon-Shaw'ın önerdiği politikanın beklenenden zıt sonuçlara yol açabileceği şeklindedir. Kapur, Mathieson, Galbis, Fry ve diğerlerinin çalışmalarına ek olarak, Van Wijnbergen (1982, 1983), Taylor (1983), Buffie (1984) gibi diğer bazı araştırmacılar, McKinnon-Shaw modelini farklı bir yönden ele almaktadırlar. Yapısalcı yaklaşım olarak bilinen bu yaklaşım, finansal baskılamanın zararlı etkileri konusunda McKinnon-Shaw modeli ile uyuşurken, önerilen politika konusunda anlaşmazlığa düşmektedir. Yapısalcılar, McKinnon-Shaw sonucuna zıt şekilde, finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme oranını düşürebileceğini ileri sürmektedirler.

Resmî finansal sektör, teorik olarak, parasallaşmış ve modern sektörün finansal ihtiyaçlarını karşılayan şehir-kökenli, kurumsal ve organize sistem olarak görülürken, organize olmayan ve kurumsal yapıya oturtulmamış informel finansal sektör, ekonominin geleneksel, kırsal, parasallaşmamış kısmı ile ilişkili olarak alınmaktadır (Germidis, 1990, s.5).

Finansal ikilemi yaratan nedenler konusunda, genel olarak, iki temel dayanağın bulunduğu söylenebilir. Birincisi, informel finansal sektörün gelişimini resmî sektörün kusurlarının bir sonucu olarak görmektedir. Resmî finansal sektörün kusuru, devletin, finansal kurumların faaliyetleri üzerine getirdiği çeşitli kısıtlamalar ve sistemin düzenlenmiş olması; başka bir deyişle, “finansal baskılama”dır.

Böyle bir resmî piyasada sert kredi kontrolleri, kurumların kredi sınırlamasına yol açmakta ve bu da, nüfusun katı uygunluk kıstaslarını karşılayamayan büyük kısmı için gerekli fonlara ulaşmayı zorlaştırmaktadır. Söz konusu görüşün taraftarları, finansal liberalizasyonun, yani resmî sektör üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasının, informel finansal sektör faaliyetlerini azaltacağını ileri sürmektedirler. Diğer yaklaşıma göre, parasal ve finansal dualizm, GOÜ'lerin ekonomik ve sosyal yapılarında mevcut olan içsel dualizm ve kırsal nüfusun geleneksel değer ve davranışlara bağlılığı ile açıklanabilmektedir. Başka bir deyişle, informel sektör, resmî sektörün kusurları nedeniyle değil, ekonomik ve sosyal yapı farklılıkları sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu görüşü savunanlar, düzenlenmiş finansal sisteme daha fazla taraftardır ve liberal bir finansal sistemde bile, informel finansal sektörün var olmaya devam edeceğini ileri sürmektedirler (Ghate, 1992).

Daha önce incelenen McKinnon-Shaw yaklaşımı, GOÜ'de resmî bankacılık sektörünün dışındaki finansal piyasaların “parçalanmış” olduğu ve etkin işlemediği düşüncesine dayalıdır. Faiz oranları üzerindeki baskılamının kaldırılması yoluyla daha yüksek faiz oranlarına izin verilmesi sonucunu yaratan liberalizasyon politikası, fonların üretken olmayan nakit ve enflasyona karşı koruma araçlarından, resmî bankacılık sektörüne çekilmesini sağlayacak ve bankacılık sektörü aracılığıyla bu fonlar üretken sanayi sektörüne aktarılacaktır. Bu görüş, bankacılık sisteminin liberalizasyonunun, GOÜ'de ekonomik büyümeyi hızlandıracağı sonucuna götürmektedir.

Yeni Yapısalcı yaklaşım ise, resmî bankacılık sektörünün finansal kaynaklara aracılık etme konusunda, kendisi dışında kalan finansal piyasalardan daha az etkin olduğu düşüncesine dayalıdır. Yapısalcılar, informel kredi piyasalarının tam aracılık sağlamasına karşılık, bankaların fonların bir kısmını rezerv zorunlulukları nedeniyle absorbe ettiğini kabul etmektedirler. Başka bir deyişle, bankaların tutmakla yükümlü oldukları rezervler, finans sisteminden sızıntı niteliğindedir.

Yeni Yapısalcılar, GOÜ'deki finansal piyasaları Tobin'in genel denge yaklaşımı çerçevesinde ele almakta ve banka faiz oranlarının daha yüksek olmasının, nakit veya enflasyona karşı korunma araçlarından çok, informel kredi piyasalarındaki varlıkların banka mevduatlarına kaymasına yol açabileceğini ileri sürmektedirler. Başka bir deyişle, resmî sektördeki mevduat ve kredi faiz oranları üzerine idari olarak getirilmiş tavanların yükseltilmesi veya kaldırılmasını içeren finansal liberalizasyon politikaları, varlıklı

kesimin mevduatlarını informal sektör kurumlarından resmî sektör kurumlarına kaydırmaya yöneltecek ve bunun sonucunda, finansal liberalizasyon taraftarlarının iddialarına zıt şekilde, ekonomide üretken yatırımlara gidecek kredi hacmi düşecektir. Bu şekilde, daha yüksek banka mevduat faiz oranları toplam kredi miktarını düşürebilmekte ve kısa dönemde ekonominin büyümesini yavaşlatabilmektedir (Van Wijnbergen, 1983b).

Yeni Yapısalcılar, mevduat faiz oranlarında meydana gelen artış sonucunda ekonomideki toplam tasarruf düzeyinde ortaya çıkan artışın veya nakit olarak veya altın gibi üretken olmayan varlıklardan resmî sektör mevduatlarına doğru bir kaymanın, yukarıda açıklanan etkiyi bastırması halinde, iddialarının geçerliliğini yitireceğini kabul etmektedirler (Kapur, 1992, s.64).

Fry (1988), Chang ve Jung (1984) ve Kapur (1989) gibi araştırmacılar, yeni yapısalcı yaklaşımı teorik ve ampirik düzlemlerde eleştirmektedir. Teorik eleştirilerin ele aldığı esas husus, Yeni Yapısalcı yaklaşımın, informal sektör girişimlerinin elde ettikleri tüm fonları etkin olarak üretken faaliyetlere tahsis edecekleri şeklindeki örtük varsayımdır. Finansal baskılama ve Yeni Yapısalcı ekolleri arasındaki farklılığın nedeninin, bu iki ekolün GOÜ finansal piyasaları hakkında yaptıkları varsayımlardaki farklılık olduğu söylenebilir. Wai (1977, 1980)'nin, GOÜ'de, para ödünç verenler ile yerli bankaların, tasarrufçu ve yatırımcılar arasında aracılık yaptığı organize olmayan finansal piyasaların veya "informel piyasaların" varlığını göstermesinden sonra belirtilen finansal yapının kabulü, Yeni Yapısalcı modellerin temel niteliği haline gelmiştir.

Bu sebeple Yeni Yapısalcı iddia, GOÜ'deki finansal piyasa yapısının, McKinnon-Shaw okulunun varsaydığından çok daha karmaşık olduğu varsayımına dayandırılmaktadır. McKinnon-Shaw yaklaşımı, hanehalkı portföylerinde iki varlık tanımlamaktadır: (i) para ve (ii) altın veya enflasyondan kaçınma amacı ile tutulan diğer üretken olmayan varlıklar. Buna karşılık, Yeni Yapısalcı hanehalkı, üç varlık kategorisi ile karşı karşıyadır: (i) altın veya diğer üretken olmayan varlıklar, (ii) banka mevduatları ve (iii) informal piyasa kredileri. Yapısalcılar, zorunlu karşılık oranlarının, ticari bankalar aracılığıyla finansal aracılık sürecinde bir sızıntı oluşturması veri iken, söz konusu bankaların tasarruf sahipleri ile yatırımcılar arasında informal piyasalar kadar

etkin aracılık yapamayacaklarına da işaret etmektedirler (Van Wijnbergen,1982; Taylor, 1983).

Van Wijnbergen (1985), tasarruf oranlarının ve bankacılık sisteminin reel hacminin artması yoluyla, mevduat faiz oranlarının arttırılarak yapılacak McKinnon-Shaw tipi finansal liberalizasyonun, beklenen faydalı etkilerine karşılık olarak, tasarruf oranı savının teorik ve ampirik açıdan şüpheli olduğunu ifade etmektedir. Van Wijnbergen, aynı çalışmasında, bankacılık sisteminin reel hacmindeki bir artışın yararlı etkilerinin büyük ölçüde, finansal sistemin yapısı hakkındaki gizli varsayıma dayalı olduğunu belirtmektedir. Söz konusu varsayım, vadeli mevduatların, bankacılık sistemindeki daha fazla aracılık sağlayan varlıklara oranla, herhangi bir aracılık sağlamayan üretken olmayan varlıkları daha çok ikame ettiği şeklindedir. Daha iyi bilinen yapısalci finansal gelişme modelleri, Van Wijnbergen (1982, 1983) ve Buffie (1984)'nin çalışmalarıdır.

Yeni Yapısalci modeller, Keynesci uyarlama mekanizmalarını açıkça ortaya koymaktadırlar. İnfomal ya da kurumsal olmayan kredi piyasasında belirlenen nominal faiz oranı, para ve kredi talebi ve arzını eşitlemek için ayarlanmaktadır. Gelir düzeyi, mal piyasasındaki talep ve arzı eşitleyecek şekilde ayarlanmaktadır. Tefecilerin ve yerel bankaların, tasarrufta bulunanlar ve yatırım yapanlar arasında aracılık yaptıkları informel piyasalar, gelişmekte olan ekonomilerin yeni yapısalci modellerinin çok önemli özelliğidir (Taylor, 1983, s.92).

Yeni Yapısalci modellerin tamamı, Tobin'in hanehalkı sektörü varlık dağıtım modelini kullanmaktadırlar. Hanehalkı üç varlık (altın ya da para, banka mevduatları ve informel piyasa ödünçleri) kategorisiyle karşı karşıyadırlar. McKinnon-Shaw modelleri hanehalkı modellerinde yalnızca iki varlığı (altın ya da diğer enflasyon önlemleri ve para) tanımlamaktadır. Bu nedenle paraya doğru ikame, enflasyon önlemlerinin dışına ikameden kaynaklanmalıdır.

Buffie (1984), Taylor ve Van Wijnbergen uygulamada finansal liberalizasyonun, firmaların elde ettikleri toplam reel kredi arzını azaltarak, ekonomik büyüme oranını azaltmasının muhtemel olduğu sonucuna ulaşmaktadırlar. Yapısalcılar, fonların bankacılık sistemi ve informel piyasa arasında serbestçe aktığını; tasarruf sahipleri ve yatırımcıların genellikle her iki piyasayı en azından bir dereceye kadar kullandıklarını varsaymaktadırlar.

İşletme sermayesi maliyetini artırdığı için, informel piyasa faiz oranındaki herhangi bir artış, fiyat düzeyini artırır. Yapısalcı modellerin tamamında fiyatlar, maliyetlerin üzerine sabit mark-up koyarak belirlenmektedir. Informel piyasa faiz oranındaki bir artış yatırımı önleyerek hâsılayı da azaltır. Mevduat faiz oranındaki bir artış, informel piyasa faiz oranını artırabilir ve bu toplam işletme sermayesi arzını azaltırsa, büyümeyi baskılama altına alır. Mevduat faiz oranındaki bir artış, mevduat talebini artırır ve para talebi ve informel piyasa kredilerini azaltır. Mevduatların informel piyasa ödünçlerini ikamesi, mevduatların para tutmayı ikame etmesinden daha önemli ise, toplam işletme sermayesi arzı düşebilir ve informel piyasa faiz oranı artabilir (Van Wijnbergen, 1983b, s.440-444).

### **2.3.2.1. Van Wijnbergen Modeli (1983)**

Van Wijnbergen, informel ya da örgütlenmemiş para piyasalarının GOÜ'ün para modellerine dâhil edilmesinin önemini vurgulamaktadır (Van Wijnbergen, 1982, 1983a, 1983b, 1985).

Van Wijnbergen modelini, Domingo Cavallo (1977) tarafından da kullanılan Wicksellci kredi varlığı etkisi üzerine kurmaktadır. Van Wijnbergen gelişmekte olan tipik bir ekonomideki firmanın işletme sermayesinin hemen hemen tamamını finanse etmek için kredi kullandığını ileri sürmektedir. Finansal liberalizasyonun etkilerini analiz etmek için van Wijnbergen'in kullandığı model, hanehalkının Tobin (1965) tipi portföy davranışı ile başlamaktadır (van Wijnbergen, 1983b, s.435-436).

Hanehalkı reel servetini, para, vadeli mevduat ve informel ya da örgütlenmemiş para piyasası yoluyla ticari sektöre doğrudan ödünç verme biçiminde dağıtmaktadır. Bütün değişkenler reel terimlerle ifade edilmektedir (Fry, 1988, s.90).

Para ve vadeli mevduat talebi gelire pozitif ilişkide olduğu için, hanehalkının informel piyasaya fon arzı, veri servet düzeyinde gelir ile negatif ilişkilidir. Bankaların tek fon kaynağı, karşılığında belirli oranında rezerv tuttukları vadeli mevduatlardır. Bankalar, varlıklarının kalan kısmını, enflasyon oranı ve kredi faiz oranına bağlı olarak, serbest rezervler ve kredilere tahsis etmektedirler. Dolaşımdaki parayı ve banka rezervlerini içeren nakit temeli, herhangi bir özel sektör varlıkları tarafından

desteklenmemekte, fakat transfer ödemeleri yoluyla yaratılmaktadır (van Wijnbergen, 1983b, s.436).

Bankaların sektörlerdeki firmalara reel terimlerle arz ettiği ödünçler bankaların aşırı rezerv talebine, mevduatının düzeyine ve zorunlu rezerv oranına bağlıdır. Nominal banka ödünç faiz oranı, hükümet tarafından denge düzeyinin altında sabitlenmektedir. Aksine, informel piyasa ödünç faiz oranı ise, piyasayı temizleyen (*market-clearing*) denge düzeyini bulmakta serbesttir. Firmaların ödünç talebi, reel ürün ücreti ve çıktı tarafından belirlenmektedir. Ödünç talebi, burada, informel piyasa faiz oranına göre tamamen inelastiktir (Fry, 1988, s.90).

Finansal baskılama varsayımı gereği, kredi kısıtlaması durumu ile karşı karşıya kalan firmalar, karşılanmayan kredi ihtiyaçlarını gidermek için informel piyasaya başvurumaktadırlar. İnfomal piyasa arzı, informel piyasa mevduatlarının toplamına eşittir. İnfomal piyasada zorunlu karşılık oranı olmadığı için, van Wijnbergen tüm zamanlarda tam aracılık varsayımını yapmaktadır. Başka bir deyişle, informel piyasada mevduat olarak toplanan fonların tümü, zorunlu karşılık sızıntısı olmaksızın, kredi olarak verilebilmektedir. Vadeli mevduat faiz oranında bir değişme mal piyasası üzerinde hiç bir etki yaratmamaktadır. Para piyasası iki etkiye maruz kalmaktadır. Bir taraftan, yüksek vadeli mevduat faiz oranı para talebini arttırmakta, diğer taraftan ise vadeli mevduat faiz oranındaki artış, varlıkları ellerinde tutanların nakitten ve informel piyasa kredilerinden uzaklaşarak, vadeli mevduata yönelmelerine yol açmaktadır (Fry, 1988, s.92).

Yeni Yapısalcılar, vadeli mevduat faiz oranı arttığı zaman, hanehalkının informel piyasa kredileri yerine vadeli mevduatı ikame ettiklerini düşünmektedirler. Bundan dolayı, toplam ödünç verilebilir fon arzı düşer ve informel piyasa faiz oranı artar. Van Wijnbergen (1983a), sıkı para politikasının toplam kredi varlığını sıkıştırarak büyümeyi azalttığını göstermektedir. Böyle bir politikanın arzı azaltıcı etkisi talebi azaltıcı etkisinden daha büyükse, sıkı para politikasının uygulanmasından sonra cari işlemler bilançosu kötüleşir. Uluslararası sermaye hareketinin mükemmel olduğu durumda bile, dünya düzeyinde reel ödünç verme oranı değişmediği için, yurtiçi kredi politikası, yatırım üzerinde hiç etkiye sahip değildir. Bununla birlikte, bu durumda kısıtlayıcı yurtiçi kredi politikası ülkenin borç servisi yükünü artırarak harcanabilir geliri etkiler (Fry, 1988, s.93).

### 2.3.2.2. Taylor Modeli (1983)

Taylor, hanehalkının altın, banka mevduatı ve informel piyasa kredileri tutmaları halinde, vadeli mevduat faiz oranındaki bir artışın etkisini analiz etmektedir ve van Wijnbergen'in ulaştığı aynı belirsiz sonuçlar ortaya çıkmaktadır (Taylor, 1983, s.98-103).

Orta dönemde tasarruf oranı, vadeli mevduat faiz oranındaki bir artışa pozitif olarak cevap verebilir. Böylesi bir durumda, dolanımdaki paradan daha çok informel piyasa ödünçleri yerine vadeli mevduat ikame ediliyor olsa bile, reel servet artabilir ve ticari sektöre toplam fon arzı artabilir. Ekonomik büyüme oranında ortaya çıkan düşüş, daha küçük bir servet miktarı meydana getirebilir. Tasarruf oranındaki bir artışa rağmen, vadeli mevduat faiz oranında olması gereken kadar artış yoktur (van Wijnbergen, 1983b, s.441-451).

Taylor (1983), çıktının, mevcut sabit sermaye tarafından belirlendiği bir modeli kullanarak parasal daralmanın etkilerini analiz etmektedir. Çıktı, emek, sermaye ve faiz maliyetlerine ayrılmaktadır. Bu modelde, emek ve diğer bütün cari girdiler peşin olarak ödenmektedirler. Taylor'un modeli, herhangi bir faktörün ikame edilebilirliğine izin vermez. Bu nedenle, emek kullanımı hâsıla ile oranlıdır. Tasarruf, toplam kârların sabit bir kısmıdır. Sermaye stokundaki büyüme oranı olarak tanımlanmaktadır (Fry, 1988, s.95).

Sermaye stoku artış oranı, her ikisi de reel terimlerle açıklanan kâr oranı ve informel piyasa faiz oranı arasındaki farklılığa bağlıdır. Informel piyasa faiz oranındaki bir artışın işletme sermayesi maliyetini iterek, fiyat düzeyini artıracığını, fakat yatırım talebini azaltarak fiyat düzeyini düşüreceğini göstermektedir. Hangi fiyat düzeyi etkisi baskın olursa olsun, faiz oranındaki bir artış ekonomik büyüme oranını azaltır, kâr oranında meydana gelen bir artış yatırımı etkilemekten daha çok tasarrufu etkilemektedir. Fiyat düzeyindeki bir artış, firmaların sabit sermayelerinin nominal değerini artırır. Bu beklenmedik kazanç, yatırımı canlandırır ve firmalar daha fazla ödünç talep ederler. Daha yüksek faiz oranı nedeniyle, kaynaklar mevduatlardan informel piyasaya doğru çekilmektedirler. Sıkı para politikası izlendiği zaman ya da para talebi fonksiyonu yukarı doğru kaydığı zaman, mal piyasası dengesi eğrisi sağa

kayar. Sonuç, informel piyasa faiz oranında bir artış, yatırımda bir azalma ve ekonomik büyüme oranında bir düşüştür (Taylor, 1983, s.91, 97).

Kısa dönemde para daralması fiyatları yukarı çıkarır, çıktıyı azaltır ve işsizliği artırır. Taylor'un elde ettiği sonuçlar van Wijnbergen'in sonuçlarıyla benzerdir (Fry, 1988, s.99).

Taylor'un tam modelinde hanehalkı, banka mevduatı, informel piyasa kredileri ve altın tutmaktadırlar. Tobin tipi portföy modeli, van Wijnbergen tarafından oluşturulmuş modele benzemektedir. Taylor'un orta dönem sonuçları da van Wijnbergen'in sonuçlarına benzemektedir. Mevduat faiz oranındaki bir artıştan sonra toplam talep etkileri arz etkilerine baskın geliyorsa, enflasyon oranı düşer, fakat gecikmeli endeksleme sisteminden dolayı reel ücretler yükselir. Reel ücretlerdeki artış, kâr oranını, yatırımı ve büyümeyi azaltır.

Ampirik kanıtı Giovannini (1983) tarafından bir Yeni Yapısalcı makalede ortaya konulan bu sonuç için küçük bir ümit yaratılmasına rağmen, yüksek mevduat faiz oranlarına güçlü bir tasarruf cevabı, büyüme oranını kurtarır. Sonuç olarak, diğer bir kaynaktan genişleyici para politikasıyla desteklenmediği takdirde, finansal liberalizasyon orta vadede ekonomik performansa çok az katkı sağlayacaktır (Taylor, 1983, s.94,122).

#### **2.4. Finansal Liberalizasyona Yönelik Eleştiriler**

Finansal liberalizasyon kuramına ve bu kuram çerçevesinde gerçekleştirilen uygulamalara en kapsamlı eleştiriler Yeni-Keynesçi iktisatçılar tarafından getirilmiştir. Yeni-Keynesçi yaklaşıma göre, finansal piyasalar iki açıdan mal piyasalarından farklıdır. Mal piyasasında satıcının malı teslimi ve alıcının ödemesi eş-anlı olarak yapılır. Buna karşılık finansal piyasalarda, kredi bugün verilirken, krediyi kullanan geri ödemesini gelecekte yapacaktır. Bu noktada, borçlunun borcunu ödeyeceğini garanti altına alan objektif bir kıstas bulunmamaktadır. Borcun vadesi dolduğunda borçlunun ödemek durumunda olduğu miktar ile ona kredi olarak verilen miktar arasındaki fark, borcun geri ödenip ödenmeyeceği ile ilgili belirsizliğin bir sonucu olarak ortaya çıkar. Ancak söz konusu belirsizlik, finansal piyasaların arz ve talep kesimlerinde simetrik nitelikte değildir. Borçluların, kendi projelerinin beklenen getirisi ve riski konusunda

tam bir bilgiye sahip oldukları, ancak kredi verenlerin her bir borçluya ait bilgilerin tamamına sahip olamamaları olasılık dâhilindedir (Esen, 1997, 26); (Özbilen, 2000, 12).

Aynı şekilde bir firma yöneticisi, firmanın durumunun ne olduğu konusunda pay sahiplerine veya firmaya yatırım yapmayı düşünen potansiyel yatırımcıya göre daha çok bilgiye sahiptir (Paya, 1997, 346).

Finansal liberalizasyon sürecinde kredi hacminin artması hedeflenen bir sonuçtur. Oysaki kredi verme sürecinde yapılması gerekli incelemelerde, bankacılık sektörü düzenlemelerindeki eksiklikler ve kredi hacminin aşırı genişlemesinden kaynaklanan bir inceleme eksikliği söz konusu olduğunda, bankaların kredi portföylerindeki düşük kaliteli kredi miktarının artışı beklenen bir gelişmedir. Öte yandan, beklenen getirileri ve risk düzeyleri düşük olan projelerin, yüksek borçlanma maliyeti karşısında gerçekleşme olanakları daralmaktadır. Bu durumda ihtiyatlı projeler yüksek faiz oranları nedeniyle devre dışı kalmaktadır. Asimetrik bilginin varlığı nedeniyle kredi verenler, düşük ve yüksek riskli projeleri ayıramayınca, bankacılık sektörü bilançolarında gereğinden yüksek riskli, kötü kredi hacmi son derece artmaktadır (Mishkin, 2001, 39).

#### **2.4.1. Yeni-Keynesci Ekol**

Yeni-Keynesci yaklaşım, finansal liberalizasyon politikalarının özellikle GOÜ'lerde tasarruf ve yatırımları azaltarak büyüme oranını düşüreceği görüşünü savunmaktadır. Yeni-Keynesci Amitava K. Dutt'un altını çizdiği üzere finansal liberalizasyon uygulamaları gelir dağılımını da bozmaktadır (Atamtürk, 2003, s.43).

Yeni-Keynesci yaklaşım finansal liberalizasyonu Neo-Klâsik yaklaşımdan farklı olarak iki ana başlık altında eleştirmektedir. Bunlardan ilki faiz ve gelirin etkileşim mekanizmalarına olan ve bu bağlamda Neo-Klâsik görüşten ayrılan farklı bakış açısı, ikincisi de mal ve para piyasalarında yapılan ayırımla ilgilidir. Yeni-Keynesci yaklaşıma göre, finansal piyasalarda oluşabilecek bir liberalizasyon sonucunda faiz oranlarının yükselmesi tasarruf oranı artışı sağlamayacaktır.

Yeni-Keynesçilere göre bunun nedeni; tasarrufların faizin değil, gelirin bir fonksiyonu olmasıdır. Bu durumda en başından finansal liberalizasyondan beklenen fon arzı artışı söz konusu olmayacaktır. Bununla beraber faiz oranlarındaki artış yatırım talebini olumsuz etkileyecektir. Çünkü yatırımlar faiz oranlarıyla negatif ilişkilidir.

Yeni-Keynesci yaklaşıma göre, düşük faiz oranları yatırımları ve ekonomik büyümeyi teşvik edecek, büyük oranda gelir düzeyi tarafından belirlenen tasarruflar ise bundan olumsuz etkilenmeyecektir. Burada büyüme sürecinin temel değişkeni yatırımdır. Tasarruf oranı dinamik biçimde ele alınmakta ve bu oranın yükseleceği varsayılmaktadır. Bu nedenle finansal liberalizasyon ile birlikte faiz oranlarında ortaya çıkacak herhangi bir artışın yatırımların maliyetini yükselteceğini ve yatırımları caydıracağını öne sürer. Ayrıca ekonomideki tasarruf düzeyinin yükselmesi efektif talebin daralmasına yol açarak ekonomide durgunluğa neden olabilecektir (Şengönül, Altıok ve Gürbüz, 2007, s.30).

Yeni-Keynesci yaklaşıma göre, kredi talep edenler kredi arz mercilerini tam bilgilendirmişken kredi arz edenler için aynı durum söz konusu olmayabilir. Bu durum asimetrik enformasyon, ahlâki tehlike ve ters seçim gibi piyasaların tam rekabetçi işlemlerini engelleyen pürüzlerin oluşmasına yol açar. Asimetrik enformasyon bir ekonomik ilişkide taraflardan birinin sahip olduğu bilgilerin diğerlerine göre daha fazla olması durumudur. Asimetriye yol açan bilgiye de asimetrik bilgi denir. Ters seçim ise taraflar arasında sözleşme yapılmadan önce ortaya çıkan bir asimetrik bilgi sorunu olup sözleşmeyi temelden etkileyecek önemli bilgilerin sözleşme öncesinde sadece taraflardan yalnızca birinde olmasından kaynaklanmaktadır. Bilgiye ilişkin diğer bir sorun olan ahlâki tehlike ise sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkan saklı faaliyetten kaynaklanmaktadır. Yeni-Keynesci anlayışa göre, finansal liberalizasyon sonucu faizlerin yükselmesi kredi başvurularının ortalama kalitesini düşürecek, borçlanma maliyetlerinin yüksek olduğu bu ortamda beklenen getirileri ve risk düzeyi düşük olan projelerin gerçekleşme imkânı azalacaktır. Kredi arz edenler asimetrik bilgiye sahip olduklarından düşük ve yüksek riskli projeleri ayırmak kolay olmayacak ve negatif borçlu havuzundan rastgele bir seçim yapmak zorunda kalacaklardır. Bunun sonucunda ise yüksek getirili projelerin yerini düşük getirili projeler alacak, gelir ve verimlilik kaybı gibi olumsuz sonuçlar ortaya çıkacaktır (Şengönül vd., 2007, s.30).

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

Yeni-Keynesci iktisatçılar, finansal liberalizasyon kuramına yönelik eleştirilerini, finansal liberalizasyonun piyasalarda yol açtığını düşündükleri “asimetrik bilgi”, “ters seçim” ve “ahlâki tehlike” olguları çerçevesinde şekillendirmişlerdir.

#### **2.4.1.1. Asimetrik Bilgi**

Asimetrik bilgi, herhangi bir piyasada, işlemleri en doğru ve en sağlıklı şekilde gerçekleştirmeyi sağlayacak yeterli bilgiye sahip olmama durumudur. Diğer bir ifadeyle, asimetrik bilgi, finansal piyasalarda dolaşan bilginin mükemmel olmadığını; ekonomik birimler arasında bilginin eşit olarak dağılmadığının bir ifadesidir. Örneğin, borç alanın, finansmanını sağlamaya çalıştığı projenin beklenen getirisi hakkında borç verene göre daha sağlıklı bir bilgiye sahip olması, bir asimetrik bilgi sorunudur (Orhan ve Erdoğan, 2003, s.220).

Asimetrik bilgi kavramındaki bilgi kıtlığı, borç verenin maliyeti olarak öne çıkmaktadır. Kredilendirme sürecinde borç veren için iki tercih söz konusudur: ya borç alanın projesinin sahip olduğu beklenen getiri hakkında daha fazla bilgiye ulaşmak için ilave para harcaması gerekecektir. Ya da, ilave bir maliyeti göze almayıp doğrudan yüksek riske katlanacaktır. Borç verenler genelde piyasadaki mevcut bilgi ile yetinmek yoluyla ikinci tercihe daha yatkındırlar. Aksi takdirde ilave bilgi sahibi olmak için fonlarından elde edecekleri geliri başkaları ile paylaşmak zorunda kalacaklardır. Sonuçta, ilave bilgi elde etmek için sınırlı miktarda bir sermaye yatırılacağından, satın alınan malın ortalama kalitesi düşük olacaktır (Bustelo, Garcia ve Olivie, 1999, s.69).

Akerlof, ikinci el otomobil piyasalarında asimetrik bilgi nedeniyle ortaya çıkan durumun finansal piyasalar için de geçerli olduğunu öne sürdüğü makalesinde, Gresham Kanunu’na benzer bir sonuç ortaya koyarak ikinci el otomobil piyasalarında çürük limona benzettiği kötü durumdaki ikinci el arabaların iyi arabaları; finansal piyasalarda da kötü kalitedeki yatırımların iyi kaliteli yatırımları dışlayacağını ileri sürmüştür. Yani, kredi piyasalarındaki riskli ve geri ödeme yeteneği az yatırımcılar, riski az ve geri ödeme yeteneği fazla olan yatırımcıları piyasa dışına itecektir (Akerlof, 1970, s.488-500).

Kalitenin belirsizlikle ilişkilendirilmesi esasına, diğer bir ifadeyle asimetrik bilgiye dayalı olan Akerlof’un “limon piyasası modeli”nde, satıcıların piyasaya sundukları kullanılmış arabaların kalitesini bildikleri, fakat alıcıların bu konuda bir

bilgilerinin olmadığı varsayılmaktadır. Bu durumda, alıcı ortalama bir arabanın kalitesi hakkında tahmin yapmak ve ödeyeceği fiyatı ona göre belirlemek zorundadır. Bu fiyattan satış yapmak isteyenler ise, iyi kaliteli araba satıcılarını piyasa dışında bırakacak şekilde sadece kötü kaliteli araba satan satıcılar olacaktır. Bu bir piyasa başarısızlığıdır ve iyi kaliteli mal satıcıları ile kötü kaliteli mal satıcıları arasındaki dışsallıktan kaynaklanmaktadır (Varian, 1993, s.603-604).

Akerlof'un asimetrik bilgi yaklaşımı, zaman içinde, menkul kıymetlerin içinde de riskli-kötü kaliteli olanların bulunabileceği savıyla finansal piyasa analizlerine girmiştir. Çünkü finansal piyasalardaki işleyişte ortaya çıkan sorunlarla, ikinci el otomobil piyasasındaki sorunlar benzeşmektedir. Yeni-Keynesci asimetrik bilgi yaklaşımı, finansal piyasalardaki bir karmaşanın toplam ekonomik faaliyetlerde yol açtığı istikrarsızlığı açıklama çabalarına çerçeve oluşturmaktadır. Bu doğrultuda, Mishkin, finansal krizleri açıklamada, asimetrik bilgi kavramını ön plana çıkarmıştır. Mishkin, asimetrik bilgi kavramını işlevsel kılan ana faktörün, söz konusu kavramın finansal yapının temel unsurlarını açıklama yeteneği olduğunu belirtmektedir. Mishkin'e göre mevcut finansal yapının temel unsurları şunlardır (Mishkin, 1998, s.5):

- Piyasaya hisse senedi sürmek, firmaların faaliyetleri için öngördükleri birincil finansman yöntemi değildir,
- Sadece büyük, güvenilir firmalar projelerini finanse etmek için hisse senedi ve tahvil arz ederler,
- Finansal sistem, sektörler içinde en ağır düzenlemeye tabi olandır,
- Finansal aracılık, fonların üretken yatırım olanaklarına yönlendirilmesi için birincil yöntemdir,
- Firmalar için dışsal fonların en önemli kaynağı bankalardır.

Bu yaklaşıma göre, asimetrik bilgi olgusunun finansal piyasalarda yarattığı sorunlar, finansal sistemin, mevcut fonları üretken yatırım alanlarına yönlendirmedeki etkinliğini yitirmesine neden olmaktadır (Mishkin, 2001, s.3).

Finansal piyasalarda asimetrik bilgiden, şartlara bağlı olarak işleyen piyasaların yeterince olgunlaşmamasından, önyargılı işlemlerden kaynaklanan piyasa başarısızlıkları bulaşıcıdır. Bu olguların yol açtığı sonuçlar (Rodrik, 1999, s.35-36)'e göre şunlardır:

- Asimetrik bilgi, örtük kamu güvencesiyle birleştğinde ahlâki tehlike, ters seçim ve riskli projelere aşırı derecede borç verme sonuçlarını getirir,
- Piyasalar, para yöneticilerinin performans yeteneğini doğrudan ölçemediğinde ve bu yöneticiler çoğunlukla sürü davranışı gösterdiklerinden sonuçta ortaya aşırı belirsizlik ve sorunun yayılması etkileri çıkmaktadır.
- Varlık değerleri, gelecekteki getiriler hakkındaki beklentilere göre belirlendiğinden, varlık fiyatları dinamiği son derece geniş bir alanda dalgalanmakta ve aşırı spekülasyonlar yaratabilmektedir.
- Yeni-Keynesci iktisatçılar tarafından finansal piyasalarda kırılmalığa ve etkinlikten uzaklaşmaya yol açan asimetrik bilgi olgusunun, menkul kıymetler ve kredi piyasalarındaki etkileri ise şu şekildedir:

**i) Menkul kıymet piyasalarında asimetrik bilgi sorunu:** Potansiyel bir menkul kıymet yatırımcısı, beklenen kazançları yüksek ve riskleri düşük olan iyi firmaların hisse senetleri ile beklenen kazançları düşük ve riskleri yüksek olan kötü firmaların hisse senetlerini birbirinden ayıramayabilir. Böyle bir durumda, menkul kıymet yatırımcısı, iyi firmaların hisse senetlerinin yüksek fiyatı ile, kötü firmaların hisse senetlerinin düşük fiyatı arasındaki ortalama bir fiyattan hisse senedi almak isteyecektir. Diğer bir ifadeyle, menkul kıymet arz eden firmaların ortalama kalitesini yansıtan bir fiyatı ödemek isteyecektir. Ancak, iyi firmaların yöneticileri, menkul kıymetlerini bu fiyattan satmaya razı olmayacaklardır. Alıcının teklif ettiği fiyat, firma menkul kıymetlerinin olması gereken gerçek değerinin altında olacağından ve bu fiyat, firma yöneticileri tarafından iyi bilinen firmanın gerçek durumu ile örtüşmediğinden teklif edilen fiyattan satış mümkün olmayacaktır. Bu durumda, piyasada menkul kıymetlerini satmak isteyenler sadece kötü durumdaki firmalar olacaktır. Çünkü alıcının teklif ettiği fiyat, kötü firmaların menkul kıymetlerinin gerçek değerinin üzerinde olacaktır. Ne var ki, kötü firmaların yöneticilerinin, menkul kıymetlerini satmak için aşırı ısrarcı olmaları, potansiyel yatırımcılara bu menkul kıymetlerin gerçek değerleri hakkında işaretler verecek ve onlar da bu piyasada yatırım yapmaktan vazgeçecektir (Mishkin, 1998, s.202).

Öte yandan, asimetrik bilginin olduğu bir finansal piyasada girişimcilerin, yatırımlarını hisse senedi satmak yoluyla finanse etmeleri ise, piyasalarda firmaların

mali durumlarının kötü olduğu izlenimi yaratması nedeniyle zorlaşmakta ve düşen piyasa değeri nedeniyle yüksek maliyetli olmaktadır. Sonuç olarak, asimetrik bilgi olgusu, menkul kıymet piyasası işleyişinde aksamalara ve çok az sayıda firmanın sermaye temini için menkul kıymet ihraç edebilmesine neden olmaktadır (Greenwald, Stiglitz ve Weiss, 1984, s.196).

**ii) Kredi piyasasında asimetrik bilgi sorunu:** Kredi piyasasında asimetrik bilgiye ilişkin iki tür sorun öne çıkmaktadır. İlk olarak, kredi sözleşmesinin yapılması öncesinde borç verenlerin, borç alanlara ilişkin gerekli bilgileri fark edememesi nedeniyle ortaya çıkan ters seçim sorunudur. Girişimci projesinin beklenen getirisini bilmekte, fakat banka projenin beklenen getirisi hakkında sağlıklı bir bilgiye sahip olmamaktadır. İkinci olarak, kredi verildikten sonra bankanın, borç alanın faaliyetlerini gözlemleyememesi ile ilgili olarak beliren ahlâki tehlike sorunu söz konusu olmaktadır (Mishkin, 1998, s.201-202).

Yeni-Keynesci iktisatçılara göre finansal piyasaların içine düştükleri istikrarsız ortamda önemli oranda pay sahibi olan asimetrik bilgi olgusu, beraberinde “ters seçim”, “ahlâki tehlike” ve “kredi tayinlaması” gibi üç temel soruna yol açmaktadır.

#### **2.4.1.2. Ters Seçim**

Ters seçim olgusu, taraflar arasında sözleşme yapılmadan önce ortaya çıkan bir asimetrik bilgi sorunu olup, eksik bilgilenmeden kaynaklanmaktadır. Eksik bilgilenme, piyasadaki taraflardan birisinin kendisi hakkında bildiği, diğer tarafın bilmek istediği fakat öğrenemediği bilgidir. Diğer bir ifadeyle, ters seçim olgusu borç verenlerin belirli ekonomik koşullar altında kendilerine yüksek faiz ödeme taahhüdünde bulunanlara ellerindeki eksik bilgi sonucu fonlarını kullandırmaları durumudur (Varian, 1993, s.607).

Stiglitz ve Weiss modellerinde ters seçim sorununu borç verenler açısından incelemişler, düşük ve yüksek riskli yatırımcıları birbirinden ayırt etme aracı olarak da faiz oranlarını kullanmışlardır. Modelin temel tespitlerine göre; bankalar borç verdikleri kişilerin hareketlerini kesin olarak gözlemleyememektedirler; faiz oranları ile yatırımın başarı şansı arasında zıt bir ilişki mevcuttur; yatırımcıların yüksek riskli kişiler olması bankanın getirisini azaltmaktadır (Stiglitz ve Weiss, 1981, s.395).

Veri nominal faiz oranında iki alternatif proje olması durumunda, risk karşısında yansız olan firma iki proje arasında kayıtsız kalacak; fakat faiz oranında artış olduğunda, riski ve iflas etme olasılığı daha yüksek projeyi seçerek tepki gösterecektir. Diğer taraftan, eğer firma aynı ortalama getirili projeler karşısında kayıtsız ise banka daha güvenli projeye kredi vermeyi tercih edecektir. Bundan dolayı ortalama düzeyin üzerindeki faiz oranı, genellikle riski yüksek olan borçlular açısından çekici olacağından, bankanın gelecekteki getirileri azalacaktır (Stiglitz ve Weiss, 1981, s.401).

#### **2.4.1.3. Ahlâki Tehlike**

Ahlâki tehlike, sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkan, saklı faaliyetten kaynaklanan ve borç alanın, borcu ödemesini zorlaştıracak her türlü faaliyet olarak tanımlanabilir (Varian, 1993, s.609).

Faiz oranı, projenin riskini yansıttığından, eksik bilgi sahibi borç verenler fonlarını borcu geri ödeyememe riski yüksek kötü kaliteli projelere kullandırır. Eğer finansmanı sağlanan projenin getirisi; finansman maliyetini aşarsa elde edilen kâr, borç alan ve borç veren arasında paylaşılacaktır. Aksine, proje batarsa ya da beklenen getiriye sağlayamazsa, ortaya çıkan zarar önemli oranda borç verenin üzerine kalacaktır. Çünkü borç alanın kredi alırken karşılık olarak verdiği teminatlar firmanın batması sonucu değerini önemli oranda yitirmiş olduğundan borç verenin zararını tazmin etmesi pek mümkün olmayacaktır. Kredi ilişkisinde asimetrik bilgi sonucu ortaya çıkan bu durum ahlâki tehlikenin artmasına yol açacaktır. Bu noktada ahlâki tehlikeye yol açan olgu, borç alanların yüksek kaliteli, göreceli düşük risk ve beklenen getiri taşıyan projelere yönelmemesi şeklinde ortaya çıkacaktır. Çünkü borcu ödeyememesi durumunda bundan kaynaklanan maliyetlere katlanması gerekmiyorsa borç alan yatırımcı daha yüksek riskli ve yüksek beklenen getiri içeren projeleri tercih edecektir (Mishkin, 1998, s.2-3).

Ahlâki tehlike, borç verenin bakış açısıyla, borç alanın istenmeyen faaliyetlere girmesi yönünde teşviklere sahip olmasıdır. Krediyi alan kişi, bunu getirisi ve riski yüksek bir projeye de yatırabilir. Bu durumda iki olasılık söz konusudur. Yatırımcı bu projeye yatırdığı parayı ya fazlasıyla geri alacak ya da tümüyle kaybedecektir. Birinci olasılıkta, yatırımcı projeye koyduğu paranın çok üzerinde bir kazanç sağlamış olacaktır. Ancak borç verene ödenecek miktar sabit olduğundan bu tek taraflı bir

kazançtır. Projenin başarısız olması halinde ise, alınan kredinin geri ödenmeme riski vardır. Yatırımcıların bu tür davranışları, borç verenlerden borç alanlara servet transferi anlamına gelmektedir (Mishkin, 1998, s.201).

Mishkin'e göre, borçlu firmanın net değeri arttığında ahlâki tehlike sorunu zayıflayacak, borçlu firmanın net değeri azaldığında ise ahlâki tehlike sorunu artacaktır. Başka bir ifadeyle, firmanın net bilanço değerinin azalması, ters seçim ve ahlâki tehlike sorunlarını arttıracaktır. Çünkü her yeni proje yatırımı için firma borçlanırken, borç verenin parasının yanı sıra firma kendi öz kaynaklarını da riske etmektedir. Bu nedenle, kredi kullanan firmanın net değeri arttıkça her yeni yatırım aşamasında kendi öz kaynaklarını artan oranda riske etmiş olacaktır. Sonuç olarak, yüksek net bilanço değerine sahip firmalar kendi riske ettikleri miktarların artması nedeniyle yatırımlarında daha dikkatli davranacaklar, sonuçta ters seçim ve ahlâki tehlike sorunları azalacaktır (Mishkin, 1998, s.3-4).

GOÜ'lerde yaygın olarak gözlenen mevduat sigortası sistemi, yatırımcı ve araçlara yüksek riskli yatırımlara yönelme şansı vermektedir. Ahlaki tehlike ana başlığı altında tanımlanan çeşitli suiistimallere yol açıcı bu durum, fon kullanma maliyetlerinin artışına neden olduğu gibi finansal piyasaları, ekonomik istikrarı tehdit eden bir yapıya dönüştürmekte, aşağıda sıralanan krizlerin öncü göstergelerini harekete geçirmektedir (Mishkin, 2001, s.3):

- Finans sektör bilançolarının bozulması.
- Piyasa faiz oranlarının yükselmesi.
- Piyasadaki belirsizliğin önemli oranda artması.
- Reel sektördeki firma bilançolarının bozulması ve piyasa net değerlerinin etkilenmesi.

#### **2.4.1.4. Kredi Tayınlaması**

Asimetrik bilgi problemi, kredi piyasasında kendisini kredi tayınlaması olarak göstermektedir. Kredi tayınlaması, kredi piyasasında talebin arzı aşması, diğer bir ifadeyle borç almak isteyenlerin cari faiz oranından istedikleri kadar borç alamamaları şeklinde tanımlanmaktadır (Atiyas, Ersel ve Ertürk, 1993, s.2).

Stiglitz ve Weiss kredi tayinlamasını, benzer özelliklere sahip borçlanmak isteyen yatırımcılardan bir kısmının borç alıp, diğer kısmının ise daha yüksek faiz ödemeye razı olmaları durumunda dahi borç alamaması ve yine benzer özelliklere sahip borçlanmak isteyen yatırımcıların kredi alabilmelerinin ancak veri kredi arz miktarında meydana gelecek bir artış sonucu gerçekleştiği durum olarak tanımlanmaktadır (Stiglitz ve Weiss, 1981, s.394).

Shaw ve McKinnon'a göre kredi tayinlamasının nedeni hükümet müdahaleleridir. Çünkü finansal sistemin etkinliği açısından sahip olması gereken fonksiyonlardan biri de, firmaların yatırım davranışları hakkında doğru ve eksiksiz bilgiyi toplayıp yatırımcıya aktarmak suretiyle fonların en verimli yatırımlarda değerlendirilmesini sağlamaktır. Buna karşın, finansal sistem üzerindeki hükümet müdahalelerinin, finansal sistemin işleyişinde asimetrik bilgiye yol açtığı koşullarda, yatırımcı firma hakkındaki bilgi eksikliği nedeniyle kredi veren kuruluşların kredi tayinlamasına başvurmaları söz konusu olmaktadır (Dornbusch ve Fischer, 1994, s.128).

Borç verenlerin piyasayı dengeye getirmek için faiz oranlarını yükseltmek yerine, verdikleri kredi miktarını kısıtlamalarının nedeni, ters seçim ve ahlakî tehlike problemleridir. Ters seçimde borç verenlerin faiz oranlarını yükseltmeyip kredi tayinlamasını tercih etmelerinin nedeni, faiz oranı arttıkça daha çok sayıda riskten kaçınan bireyin borçlanma havuzundan çıkacak olmasıdır. Ahlakî tehlikede ise, faiz oranı arttıkça yatırımcıların riskli projelere girme yönündeki teşviklerinin artacağı düşüncesiyle kredi tayinlaması yapılmaktadır (Blanchard ve Fischer, 1989, s.479-80).

Öte yandan, bankalar açısından verdikleri borçların karşılığında yeterli teminat aldıkları varsayımı altında, borcun geri dönmemesi endişesi ile kredi tayinlamasına gitmek anlamsız görünse bile, herhangi bir kriz anında teminat değerlerinin de dibe vuracağı çok açıktır (Schmidt, 1997, s.132).

Bankacılık sistemi, bilgi üretimi açısından hem gelişmiş hem de GOÜ'de önemli bir role sahiptir. Kredi tayinlamasına gidilmesi sonucu bankacılık faaliyetlerinde ve aracılık hizmetlerinde ortaya çıkacak bir azalma, sistem içinde bilgi üretimini kısıtlayacağından asimetrik bilgiyi arttıracak ve bu yolla ters seçim ve ahlakî tehlike çoğalacaktır (Mishkin, 2001, s.4).

Sonuç olarak, asimetrik bilginin ve bunun bir sonucu olan kredi tayinlemesinin olduğu koşullarda finansal sistem etkinlikten uzak çalışmakta ve piyasada yatırım yapmak için yeterli fon bulunsa bile bu fonlar yatırımcılara ulaşamayabilmektedir. Yani, girişimcilerin yatırımları ödeyecekleri faiz oranına değil, kredi bulabilme imkânlarına bağımlı duruma gelmektedir.

#### **2.4.2. Marxist Ekol**

Finansal liberalizasyonla ilgili gerek Neo-klâsik yaklaşımın, gerekse Neo-klâsik yaklaşımdaki eksiklikleri eleştirerek ortaya çıkan diğer alternatif yaklaşımların ortak noktası, iktisadın temel varsayımlarıyla yapısal bir sorunlarının olmamasıdır. Bu bağlamda, Marxist yaklaşım diğer finans teorilerinden farklılaşmaktadır. Marxist teoriyi oluşturan Karl Heinrich, Marx'ın ana yapıtlarında özellikle ele alınan bir finansal liberalizasyon teorisi ya da eleştirisi mevcut olmamakla beraber, Marx analizinde toplumsal yapıyı kendi ideolojik çerçevesinde bir bütün olarak ele almış ve bütünü oluşturan parçaları analiz ederken bütünden kopmayarak kapitalist işleyişi açıklamaya çalışmış, kendine özgü terminolojisiyle de olsa “para”, “sermaye” ve “para-sermaye” gibi kavramlarla finansın geleceği hakkında bir takım görüşler belirtmiştir.

Marx'a göre kapitalist toplumsal döngü emekten metaya, metadan paraya ve paradan sermayeye kesintisiz bir dönüşüm halindedir. Bu dönüşüm sürecinde birikimin ilk versiyonu olan emek-değer sadece form değiştirmekle kalmaz, aynı zamanda da büyüyerek elde yeni yatırım alanlarında kullanılacak bir sermaye fazlası ortaya çıkarır. Marx'ın analizinin kaynağının emek-değer olması Marxist iktisatçıları daha çok üretimle ilgili analizler yapmaya itmiş ve para-sermaye ilişkilerinin yeteri kadar incelenmemesine yol açmıştır. Oysa Marx, para kavramının analizinde meta, değer ve para kavramlarını birbirlerini dışlayan kavramlar olarak analiz etmemiş, tam aksine bu kavramların birbirleri ile olan ilişkileri üzerine yoğunlaşmıştır (Ercan, 2005, s.264).

Egemen iktisat yazınından farklı olarak, Marxist ekonomide sermaye sadece bir üretim faktörü değil, aynı zamanda bir sosyal ilişki biçimi, üretim ilişkisi olarak görülür. Bu yönüyle sermaye, bir nesne olarak ortaya çıkmakla birlikte, sonuç olarak toplumsal bir nitelik kazanır. Hareket ve süreç içinde toplumsal ilişkilerin görünümü olarak sermaye farklı biçimlerde ve niteliklerde ortaya çıkar. Para ve sermayenin toplam sermaye birikim süreci içinde yüklendiği işlevler ve işlevleri yerine getirmek için aldığı

biçimler arasında bir dizi içsel bağıntı vardır. Para ve sermayenin farklı işlevleri ve biçimleri genel olarak kapitalist üretimin finansını anlamak için göz önünde tutulması gereken öneme sahiptir (Ercan, 2005, s.268).

Son yıllarda yaşanan finansal liberalizasyon, kapitalizmi azalan kâr hadleri sonucu girdiği krizden kurtarmak için uygulanan Neo- liberal politikalar demetidir. Bu nedenle Marxist iktisatçılar finansal liberalizasyon teori ve uygulamalarına karşı tepkilidirler. Marxist teoriye göre azalan kâr haddi gerçeği kapitalizmin bünyesinde doğal olarak barınır. Marxist analizi benimseyen bazı iktisatçılar finansal liberalizasyonu küreselleşme sürecinin son aşaması olarak görmektedirler. Söz konusu olan sermayenin dünya ölçeğinde yeni ve özgün bir değerlendirme tarzıdır. Küreselleşme sürecinin önemli bir bölümü olan ve finans sermayesini ön plana çıkarmayı amaçlayan finansal liberalizasyon politikaları, dünya ekonomisini bir durgunluk sarmalına sokmuştur. Bu süreçte öncelikle ücretlerin baskı altına alınmasıyla birlikte uygulanan sıkı para politikaları ekonomide üç gelişmeye yol açmaktadır: Talep daralmasına bağlı tüketim azalması, düşen enflasyon ve yükselen nominal faiz oranları. Bu süreç sonucunda büyüme oranları yavaşlamakta ve reel faizler yükselmektedir. Bunu artan kamu açıkları ve kamu borçlanma gereğinin artması izlemektedir. Bu sürecin sonunda finansal liberalizasyon gündeme gelmekte ve reel faizlerdeki artış süreklilik kazanmaktadır. Bundan sonra ekonomi finansal spekülasyonlara açık hale gelmekte ve finansal istikrarsızlık tablosu kalıcı olmaktadır (Başkaya, 2004, s.154-162).

Finansal liberalizasyon uygulamalarının özellikle az gelişmiş ülkelerde daha yıkıcı sonuçlara yol açtığı da yine bu ekolün benimsediği görüşler arasındadır. Neo-liberal politikalar ekonomiyi finansal akımlardaki oynaklıklardan kaynaklanan aşırı istikrarsızlığa maruz bırakırlar. Bu genel olarak doğrudur, ancak belirli sebeplerden dolayı üçüncü dünya ülkeleri için özellikle doğrudur (Patnaik, 2005, s.54).

Neo-Liberal ekonomik reformların köşe taşlarından biri radikal finansal deregülasyon olmuştur. Ancak bu tür deregülasyonun sicilinde ne yoksul yanlısı ve ne de büyüme yanlısı olmak vardır. Bu deregülasyonlar çoğu kez GOÜ'ın ekonomilerini istikrarsızlığa sürüklemiş ve yoksul hanehalkların krediye erişmesini engellemiştir (McKinley, 2005, s.261).

Finansal liberalizasyonun sermaye girişine etkileri yalnızca sürecin kurumsal değişim bileşeninin sonuçlarını kötüleştirir. Sadece likiditeyi arttırmakla ve

oyunabilecek fonlara erişime izin vermekle kalmaz, yeni finansal bağlam tarafından sunulan fırsatlarla yapılan muamelelerde daha uzmanlaşmış oyuncularını da beraberinde getirir. Finansal başarısızlık bir potansiyel olarak ortaya çıktığında ya da gerçekleşme tehdidi görüldüğünde fonlar kurur ve sermaye kaçıışı meydana gelir; sonuçta ortaya çıkan krizin yoğunluğunu artırır. Serbestleştirilmiş bir finansal sistemde sınır ötesi sermaye kaçışlarının hacim ve oynaklığını kontrol edebilecek bir tedbir olarak görülen sermaye kontrolleri, başarılı olsalar bile, sistemin temel kırılganlığını düzeltemezler. Yapabilecekleri tek şey krizlerin yoğunluğunu azaltmaktır. Borç krizinin ardından, finansal liberalizasyonun yanı sıra dolaysız yabancı yatırımlar ya da portföy akımları gibi yeni akım türleri borcun yerini tutar. Bunun temel nedeni ise, finansal liberalizasyonun çevre ekonomileri sadece krize eğilimli hale getirmekle kalmayıp, aynı zamanda deflasyon ortamına girmeye zorlamasıdır. Bu durumda büyüme ve beşeri gelişim olumsuz yönde etkilenir ve yurtiçi varlıkların yabancı yatırımcılar tarafından ucuz fiyatlarla ele geçirilmesine imkân verir (Chandrasekhar, 2005, s.298,319).

#### **2.4.3. Post-Keynesci Ekol**

Yeni-Keynesci ve Post-Keynesci yaklaşımlar, her ne kadar Keynes'in kuramında ortak biçimde mevcut olsalar da, birbirlerinden oldukça farklıdırlar. Bu farklılıkların en önemlisi ve en belirgin yönü ise, beklentilerin oluşumu ve yönü ile ilişkilidir (Özbilen, 2000, s.13).

Post-Keynesçiler ekonomiyi tarihsel bir süreç içindeki oluşum olarak ele alırlar. Bir başka deyişle Post-Keynesci teori geçmiş yüzyılların ekonomik deneyimlerine dayanır. Ekonomide her türlü faaliyetin gerçekleşmesi için belli bir zamanın geçmesi gerekir. Zaman ise asimetrik bir değişkendir, yani geçmiş bilinebildiği halde gelecek bilinemez. Geleceğin belirsiz olması fertlerin alacağı kararlarda geleceğe ait beklentilerin önemli bir etkisi olması sonucunu doğurmuştur. Klâsik teoride kararlar bir zaman anında alınır ve varsayım gereği fertlerin hata yapması imkânsızdır. Bu nedenle klâsik teoride hata söz konusu değildir ve kaynaklar daima optimal dağılır. Post-Keynesçilere göre ise, fertlerin geleceğe ait tahminleri birbirinden farklı olacağı için alacakları kararlar da birbirinden farklıdır. Yani ekonomik gelecek fertler tarafından yaratılır, yoksa keşfedilmez (Savaş, 1989, s.160).

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

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

Ayrıca Post-Keynesçiler, tam istihdamda ülkeler arasındaki ödemeler dengesinde istikrarı devam ettirmek için, serbest sermaye hareketleri ve serbest ticaret altında, dünya ekonomisinin yeterliliği konusunda şüpheler taşımaktadır. Post-Keynesçiler, ülkelerin ödemeler dengesindeki sorunların çözülmesi konusundaki başarısızlığın, fakirleşmenin temel nedeni olduğunu, bunun sosyal memnuniyetsizliklere, savaşlara ve devrimlere yol açtığını ifade etmektedir (Onur, 2005, s.136).

Talep yanlı Post-Keynesci görüşler finansal liberalizasyonun GSMH büyümesini azalttığını ileri sürmekte ve bunun nedenleri ise ‘piyasa bölünmesi’ ve ‘kırılganlık artışı’ olmak üzere iki ayrı kısımda incelenmektedir:

Piyasa bölünmesi, yapısal açıdan gelişimini tamamlamamış ve potansiyel olarak liberalizasyona hazır olmayan ülkelerde ortaya çıkmaktadır. Bu ülkelerde, faiz oranlarının artışı sermaye maliyetini arttırmasına, finansal kurumların artışı ise bürokrasinin ve bürokrasinin gücünün artışına, rant kollama faaliyetlerinin artmasına ve yurtiçi piyasanın yurtdışı piyasalara bağlanmasına neden olmaktadır.

Diğer bir neden ülke dışı kaynaklı olup, yapısal sorunlara sahip ülkelerin liberalleşmesi ile ülkenin “kırılganlığının” artması hızlılığından ötürü “bulaşıcı” olan, değişimin hızlılığından üretim karşılığı olmayan ve diğer ülkelerin özellikle finansal

sorunlarından doğan ekonomik dalgalanmalar GSMH büyümesini azaltmaktadır (Schroder, 2002, s.4) ; (Valderama, 2003, s.3).

1980 sonrasında, ABD, Fransa, Almanya gibi gelişmiş ve Meksika, Brezilya, Rusya, Tayvan, Tayland, Türkiye gibi GOÜ'in izledikleri finansal liberalizasyon politikaları sonucu doğan finansal krizler, özellikle talep yönlü görüşlerin haklılık göstergesi olarak algılanmaktadır. Sonuç olarak; Post-Keynesci yaklaşım, geleceğin belirsiz olduğunu ve böyle bir ortamın spekülasyon hareketlere neden olduğunu savunmaktadır. Post-Keynesçiler, McKinnon-Shaw yaklaşımının zıttı olarak, finansal liberalizasyon ile hız kazanan sermaye hareketlerinin spekülasyon hareketleri artıracığını ve ekonomik büyümenin olumsuz yönde etkilenebileceğini kabul etmektedirler (Bilir, 2006, s.26).

#### **2.4.4. Spekülasyon Gelişme Ekolu**

Spekülasyon gelişme modeli, Yeni-Keynesci ve Post-Keynesci yaklaşımların bir sentezi olarak 1995 yılında Grabel tarafından geliştirilmiştir (Esen, 1998, s.25).

Grabel'e göre finansal deregülasyon sonucu artan faiz oranları sayesinde ekonomide yüksek riskli, yüksek getirili ve kısa vadeli spekülasyon faaliyetlerin artma ihtimalinin olması Neo-klâsik teorinin finansal liberalizasyondan beklentilerinin aksine ekonomik büyümenin muhtevasının istenildiği gibi olmamasına yol açabilir.

GOÜ'de uygulanan, finansal deregülasyon programlarının genelde dört ana bileşeni mevcuttur. Bunlar; (i) reel mevduat ve kredi faiz oranlarının serbest piyasa düzeyine yükselmesi, (ii) mevcut finansal kurumların serbestleştirilmesi, (iii) yeni finansal piyasaların, kurumların ve araçların yaratılması, yani mali derinliğin oluşması ve (iv) sermaye hesabının liberalizasyonudur. Bu değişikliklerin arz ve talep açısından çok önemli etkileri vardır. Talep yönünde, finansal liberalizasyon programlarının önemli sonuçlar ortaya çıkardığı görülür. Şöyle ki, yüksek kredi faizleri, riskli yatırımları avantajlı hale getirir, kurumsal yenilikler, kısa vadeli spekülasyon yatırımlar için yeni fırsatlar yaratır ve kısa ve uzun vadeli faiz farkı artarak spekülasyon yatırımlar lehine bir ortam yaratılır (Özbilen, 2000, s.13).

Finansal deregülasyon ile artan faizler, yatırımların bileşimini ve hacmini etkileyebilir. Finansal deregülasyonun en önemli etkisi, düşük getirili ve düşük riskli yatırım projelerinin devre dışı kalmasıdır. Bunun sonucunda, kredi verenler, ortalama

kalitesi daha düşük bir borçlular grubu ile karşı karşıya kalırlar. Aslında bu durum, asimetrik enformasyondan değil, borç verilebilir fonların maliyetinin artmasından kaynaklanmıştır. Yeni-Keynesçilere göre, bu durumda “kredi tayınlaması” ortaya çıkacaktır. Post-Keynesçiler ise, spekülâtif bir ortamda beklentileri değişen kreditorlerin kredi tayınlamasına gitmeyebileceklerini ileri sürmektedirler (Özbilen, 2000, s.14).

Grabel’e göre finansal liberalizasyon politikaları, yatırımcıların anlık coşkularıyla birlikte, menkul kıymetlerin fiyatlarında spekülâtif nitelikli değerlenmelere, aşırı derecede yüksek faiz hadlerine ve iktisadi aktivitenin sanayi yatırımlarından giderek finansal hareketlere yönelmesine neden olmaktadır. Bu da, deregülasyon sonucu yaşanan büyümenin spekülâtif bir özelliğe sahip olduğu ve her spekülâtif şişme gibi bir krizle ineceği anlamına gelmektedir (Yeldan, 2002, s.1).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FİNANSAL LİBERALİZASYON'UN TÜRKİYE'DEKİ TARİHSEL GELİŞİMİ

1920'li yılların başında Türkiye 13 milyon nüfuslu geri kalmış bir tarım ülkesi görünümündeydi. Bu dönemde İzmir ve İstanbul'da yoğunlaşan endüstri yok denecek kadar zayıftı. Cumhuriyetin kuruluşundan önceki 10 yıllık savaş dönemi üretimin alabildiğine daraldığı, enflasyonun tırmandığı ve en önemlisi savaş nedeniyle, eğitilmiş insan gücünün büyük bir bölümünün yitirildiği bir dönem olmuştur (Akyıldız ve Eroğlu, 2004).

Ticaret ve sanayi alanındaki bu olumsuz manzaraya paralel olarak Lozan Antlaşmasının dış ticaret rejimi ile ilgili bölümleri de genç Cumhuriyetin karşı karşıya bulunduğu bir diğer sorunu oluşturmaktaydı. Zira Türkiye, dış ticaret alanında 1929 yılına kadar Osmanlı döneminde belirlenen Gümrük Tarifelerini uygulamak zorunda kalmıştır. “Ulusal ekonomi” yaratma amacı doğrultusunda, ilk kez 1929 yılında ulusal bir gümrük tarifesi uygulamaya konulmuştur.

Bu bölümde Türkiye'de finansal liberalizasyon uygulamaları kronolojik bir biçimde anlatılarak bu politikaların yarattığı temel değişiklikler incelenecektir. Türkiye'de uygulanan ekonomi politikaları 1980 öncesi ve sonrası olarak sınıflandırılabilir.

#### **3.1. 1980 Öncesi Türkiye'deki Ekonomi Politikaları**

Cumhuriyetin kuruluşunun ilk yıllarında, İzmir İktisat Kongresi'nde alınan kararlar doğrultusunda Türkiye Cumhuriyeti liberal sayılabilecek bir ekonomi politikası izlemeye ve ekonomik kalkınmayı özel sektör vasıtasıyla gerçekleştirmeye çalışmış ve bu arada yabancı sermayeye de olumsuz bir tavır takılmamıştır. Ancak bu dönemde

devletin özel sektöre yardımcı olmak üzere aldığı bütün önlemlere rağmen; özel teşebbüs kendisinden beklenen performansı sağlayamamıştır. Bunda temel iki etkenin rol oynadığı söylenebilir. Bunlardan birincisi, Osmanlı döneminde Batılılara tanınan kapitülasyonların Lozan Anlaşması'yla 1929 yılına kadar aynen devam etmesi nedeniyle, devlet korumacılığının sonuç vermemesi; ikincisi ise 1929 yılında dünyada patlak veren ekonomik krizdir.

Cumhuriyet ekonomisinde liberalizm ve özel sektörcülüğün ağır bastığı liberal evrede uygulamaların arzu edilen sonuçları vermemesi ve 1929 dünya ekonomik krizinin Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkileri ülkemizde uygulanan iktisat politikalarının gözden geçirilmesine ve genel ekonomi ve dış ticaret politikalarında radikal değişikliklere gidilmesine yol açmıştır.

1929 yılından itibaren ithalatta gümrük vergisi uygulama hakkının doğması ve 1929 Dünya Ekonomik Buhranı'nın da etkisiyle, uzun bir süre tamamen “korumacı ve müdahaleci” bir Dış Ticaret Rejimi uygulanmaya başlamıştır. Bu dönem içinde, ekonomi politikasının temel hedefi, kendi kendine yeterli bir ekonomik yapı oluşturmak olarak belirlenmiş, ihracat ekonomik hedefler arasındaki öncelik sıralamasında daha geride kalmıştır. Söz konusu dönemde, iç piyasaların temel ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik ve hammaddesi yurtiçinden sağlanabilen endüstriler kurulmaya çalışılmış ve bu endüstriler yüksek gümrük tarifeleri ve kambiyo denetim uygulamaları ile korunmuştur.

Bu dönemde ihracat da dâhil olmak üzere dış ticaret ve dış ekonomik ilişkiler, 1930 tarihinde çıkarılan 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu, yine aynı tarihli 1705 sayılı “Ticarette Tağşişin Men'i ve İhracatın Murakabesi ve Korunması Hakkındaki Kanun” ile kontrol altına alınmıştır. Ayrıca 1940 yılında çıkarılan Milli Korunma Kanunu ise hükümete ihracat ve ithalatı sınırlama yetkisi vermiştir.

II. Dünya Savaşı sonrasında, uluslararası ticareti serbestleştirme çabalarına paralel olarak Türkiye'de dış ticaret alanında bazı önemli adımlar atılmıştır. 1946 yılında TL %116 oranında devalüe edilmiş (1 \$= 2,80 TL), ithalattaki sınırlamalar azaltılmış, 1947 yılında Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF), Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü (OEEC) ve Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşmasına taraf olunmuş ve 1949 yılında yeni bir Gümrük Kanunu yürürlüğe konulmuştur (Parasız, 1998).

Bu dönemde yeniden bir kalkınma planı hazırlanarak 1947 yılında uygulamaya konulduğu görülmektedir. Özellikle Türkiye'nin 1947 yılında hazırladığı planın amacı, Truman doktrini çerçevesinde gerçekleştirilecek olan Marshall yardımlarından yararlanmaktır. Türkiye daha sonra Marshall yardımlarından faydalanabilmek için 1948 yılında da OEEC'ye (sonraki OECD) giriş anlaşmasını imzalamıştır. Türkiye'nin Truman ve Marshall yardımlarından önce imzaladığı yardım anlaşmaları ile elde ettiği miktar 230,6 milyon ABD Dolarıdır. 1950'li yılların başında, politik hayatta ve dünya ekonomi konjonktüründe yaşanan gelişmelere de bağlı olarak daha liberal bir dış ticaret politikası izlenmeye başlanmıştır. Bu liberalizasyon ve dışa açılma çabaları sonucunda 1950-52 yılları arasında ithalat %65 oranında liberalize edilmiştir. Dış ticaret alanında 1953 yılına kadar devam eden bu süreç baş gösteren döviz sıkıntısı nedeniyle bu tarihten itibaren yavaş yavaş terk edilmeye başlamıştır. (T.C.Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı).

1955 yılında gerçekleşen devalüasyonun yanı sıra "ithal ikameci ve korumacı" politikalarla sanayileşme çabaları sürdürülmeye çalışılmıştır. Ancak artan dış borç ve dış ticaret açığı nedeniyle ekonomik kriz 1958 yılında derinleşmiş ve Türkiye ekonomisi tekrar bir devalüasyonla karşı karşıya gelmiştir. Cumhuriyetin ilk yıllarından 1960 yılına kadar olan süreci özetlemek gerekirse; 1923-1940 dönemi, devlet yatırımcılığı, işletmeciliği, öncülüğü ile ekonomiyi harekete geçirme ve yönlendirme dönemi olmuştur. 1940-50 döneminde de devletin öncülüğü devam etmiş, karma ekonomi modeli uygulanmıştır. 1950-1960 döneminde ise ekonomik liberalizasyona ağırlık verilmiştir. Ancak 1960 yıllarına kadar; kamu harcamalarının finansmanı dışında vergilerin ve bütçe harcamalarının piyasanın serbestleşmesine hizmet etmesi düşünülmemiş, aynı şekilde kamu harcamaları iktisat politikası enstrümanı olarak kullanılmamıştır. 1950-1960 döneminde ayrıca sosyal bir olgu olan ve daha yüksek bir hayat standardına ulaşma olarak tanımlanan tüketimcilik (*consumerism*) eğilimi baş göstermiştir. 1960 yılı Türkiye'de siyasal, ekonomik ve sosyal dönüşümün yaşandığı bir dönüm noktasıdır. Ülkenin yeniden yapılan anayasasında Türkiye Cumhuriyeti "sosyal devlet" olarak tanımlanmaktadır. 1960 yılından sonra, ekonomi ve dış ticaret politikalarında radikal değişikliklerin yapıldığı yeni bir döneme girilmiştir. "Planlı Kalkınma Dönemi" olarak adlandırılan bu dönemde ekonomi beş yıllık planlarla yönlendirilmeye çalışılmıştır. İlk plan 1963 yılında uygulamaya konulmuştur. Türkiye'de planlı dönemde, belirli bir kalkınma hızı sağlanabilmiştir. Bu dönemde dış

ticaret stratejisi olarak “ithal ikameci” politikalar benimsenmiştir. 1960-70 yılları arasında ithal ikamesi stratejisi daha yoğun bir şekilde uygulanarak, ihracat caydırılmış ve iç pazara yönelik üretim yapan sanayilere ağırlık verilerek, bu sanayiler yüksek koruma duvarlarıyla korunmuştur. Ancak ithal ikamesi yapan sanayi dalları verimliliği artıran yeni teknoloji ve yöntemlerden yararlanan, rekabet ederek fiyatları düşüren üniteler olamamışlardır. Yine bu sebepten kaliteli mal üretimi, kalitenin ıslahı, fiyatların düşük tutulması gibi bir sanayi terbiyesi ve geleneği kuramamış ve geliştirememişlerdir. Nedeni mal kalitesi ve fiyatlar bakımından rekabetle karşı karşıya olmamalarıdır (Kılıçbay, 1991, s.129).

Bu dönemdeki önemli bir diğer gelişme ise 1963 yılında AET ile imzalanan “Ortaklık Anlaşması” olmuştur. Yine bu Anlaşma uyarınca öngörülen Geçiş Süreci de bu tarihler arasında yaşanmıştır. 1970’li yılların başında ve sonlarında görülen iki büyük petrol krizi Türkiye’yi de olumsuz yönde etkilemiş ve ihracat gelirinin büyük bir kısmı ancak petrol ithalatını karşılayacak düzeye gelmiştir. OPEC 1973 yılında petrol fiyatlarını yaklaşık dört katına çıkarması, petrolü üretim girdisi ve tüketim amacı ile kullanan ülkelerin evvela dış ödemelerinde sonrada tüm ekonominin bütününde sıkıntılara yol açmıştır.

Bu dönemde sanayileşmiş ülkeler petrol şokunu güçlü yapıları ve ihraç mallarının fiyatlarını yükselterek olumsuz tesirleri başka ülkelere aktararak önemli bir sıkıntı yaşamadan aşmış ancak gelişmekte olan ülkeler için durum aynı olmamıştır. Döviz rezervleri sınırlı, ödemeler dengesi aleyhte, dış borçları büyük olduğundan petrol şokunun doğrudan tesirlerine ve ihraç malları fiyatlarının artışı nedeniyle de dolaylı tesirlerine maruz kalmışlar ve bu şokları gelişmiş ülkeler gibi ihraç yoluyla transfer edememişlerdir (Kılıçbay, 1991, s.154).

Ayrıca, 1974 yılı Kıbrıs Barış Harekâtı sonrasında, ABD’nin Türkiye’ye ambargo koyması dış ticaretini olumsuz yönde etkilemiştir. 1970’li yılların sonunda ödemeler dengesindeki açık büyümüş, ekonomik ve siyasi istikrarsızlık artmış, döviz darboğazı nedeniyle üretim durma noktasına gelmiştir. Ayrıca bu dönemde uygulanan Keynesci iktisat politikaları, uzun süre ekonomik canlanmayı sağlamakla (büyüme hızı ortalama %5,5) birlikte; sonuçta önemli oranda kamu finansman açığına neden olmuştur. Ancak anılan dönemde Türkiye ekonomisinin tedricen enflasyonist bir sürece girdiği de görülmektedir. 1961 yılında %1,6 dolayında gerçekleşen enflasyon oranı,

1970 yılında %8,1'e, 1971 yılında aniden %16,5'e ve daha sonra da 1979 yılında %56,8'e tırmanmıştır (Akyıldız ve Eroğlu, 2004).

Burada 1923-1980 yılları arasında mevcut beş farklı dönem incelenecektir.

### **3.1.1. 1923-1932 Arasındaki Dönem**

Bu dönem, Cumhuriyet'in kuruluş yıllarını, bir başka deyişle, ekonomik toparlanma ve ulusal ekonomi politikasının doğuş yıllarını kapsar. Türkiye Cumhuriyeti, ekonomik yönden çok güç koşullar altında kurulmuştur. Türkiye Cumhuriyeti'nin kuruluş yıllarındaki ekonomik durum şu şekilde özetlenebilir: Geçimini en ilkel yöntemlerle tarımdan sağlamaya çalışan, eğitimsiz ve yoksul bir halk yerli ürünler yerine ithal malları korumayı amaçlayan bir gümrük rejimi, demir ve denizyolları ile önemli sektörlerde faaliyet gösteren yabancı şirketler, devlet borçlarının tasfiyesi için kurulan Duyûn-u Umumiye, önemli ticaret ve sanayi faaliyetlerini yürüten mevcut azınlıkların, Cumhuriyetin kuruluşu ile beraber Türkiye'yi terk etmesi üzerine ticari etkinliklerin ve üretim faaliyetlerinin durma noktasına geldiği bir ekonomik hayat.

Bu dönemde Atatürk kuracağı devletin ekonomi politikasına yön verecek önlemleri tespit etmek için 1923 yılında İktisat Kongresi'ni İzmir'de toplamıştır. 17 Şubat - 4 Mart 1923 tarihleri arasında yapılan Kongre'de alınan çeşitli kararlara göre, ekonomik hayatın özel teşebbüsün liderlik ve hâkimiyetinde, liberal ekonomik rejim çerçevesinde yürütülmesi kararlaştırılmıştır. Ancak devletin ekonomik hayata özendirici ve düzenleyici olarak el atması da kararlaştırılmıştır. Gerçekten de bu devrede özel teşebbüsün teşvik edilerek kalkınmasını temin etmek için hükümet tarafından 1927 yılında "Teşvik-i Sanayi Kanunu" tasarısı hazırlanmış ve TBMM'nde kabul edilmiştir. Devlet ise kıt imkânlarını daha çok bazı alt yapı tesislerinin kurulmasına, yabancı sermaye elinde bulunan, toplumun ortak ihtiyaçlarının karşılanmasında kullanılan kuruluş ve tekellerin satın alınmasına ve devletleştirilmesine yöneltmiştir (Keyder, 1993).

Bununla beraber, 1923-1932 yıllarını kapsayan kuruluş yılları içerisinde, özel teşebbüsün bütün destekleme ve teşviklere rağmen bir gelişme gösterememiş olduğu da söylenebilir. Özel teşebbüsün bu 10 yıllık dönemde başarı gösterememesinin en büyük nedeni birikmiş sermayenin azlığı olarak gösterilebilir. Bununla birlikte sosyal, politik ve ekonomik koşullar da sermaye birikimini olumlu yönde etkilememiştir. Buna ek

olarak teknik bilgi, teknoloji, iş tecrübesi yetersizlikleri, girişim yeteneği, kalifiye eleman ve teknik personel yokluğu da diğer önemli sebepler arasında sayılabilir. Öte yandan, 1929 yılında ortaya çıkan “Dünya Ekonomik Krizi” endüstrileşme çabalarını kısmen yavaşlattığı gibi liberal ekonomi düzenine karşı olan güveni de sarsmıştır. Bu nedenle 1930’lardan Türkiye’nin ekonomi politikasında devletçiliğe ve müdahaleciliğe bir dönüş olmuştur (T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı).

### **3.1.2. 1933-1938 Arasındaki Planlı Devletçilik Dönemi**

Bu dönem sanayileşme gayretlerinin arttığı birçok sınaî tesisin devlet eliyle kurulduğu yılları kapsar. Dönemin diğer bir özelliği de kalkınmada devletin faal rol alması, iktisadi hayatta devletçilik prensiplerinin hâkim olmasıdır. Devletçilik beş yıllık bir sanayi planı ile uygulanmaya başlamıştır. 1933-1937 yıllarını kapsayan plan, devletin sanayi kesiminde beş yıl içinde doğrudan gerçekleştirmeyi düşündüğü yatırımları programlamıştır. Planın temel amacı, memleket içinde üretilen veya üretilebilecek ürünlerin sanayini Türkiye’de kurmaktır. Bunlar arasında dokuma, kâğıt, demir çelik sanayileri üzerinde özellikle durulan sektörlerdir. Planın gerçekleşmesi için kurulan ilk örgüt Sümerbank’tır. Madencilik ve enerji sektöründe faaliyet göstermek üzere Etibank kurulmuştur. Maden Tetkik Arama Enstitüsü ile Elektrik İşleri Etüt İdaresi bu dönemde araştırma işlerini yürütmek amacıyla kurulmuştur. 1933-1938 yılları sürekli bir sanayileşme inşa dönemidir. Planın finansmanında vergiler esas alınmıştır. 1933-1938 dönemi, planlı devletçilik uygulaması ile sanayide ilk adımların atıldığı yıllar olarak iktisat tarihimizde yerini almıştır. Devlet bizzat işletmeler kurmak suretiyle ekonomiye müdahale etmiş ve daha sonra gelişmesi düşünülen özel sektör için okul rolünü başarıyla yerine getirmiştir. Bu dönemin bir diğer özelliği çeşitli yabancı şirketler eliyle yönetilen birçok işletmenin satın alınarak millileştirilmesidir (Sağlam, 1990, s.50).

### **3.1.3. 1939-1949 Arasındaki II. Dünya Savaşı ve Sonrası Dönemi**

Bu dönem ekonomi politikası tarihi süreci içinde devletçilik ve savaş ekonomisi devri olarak tanımlanmaktadır. Uygulama alanına konulmak üzere hazırlanan ikinci beş yıllık sanayileşme plânı ile devletçilik yine ülkenin ekonomi politikasında etkili olmuştur. Buna ek olarak, İkinci Dünya Savaşı nedeniyle ülkede savaş ekonomisi de uygulanmıştır.

Büyük bir üretici nüfusun askere alınması nedeniyle, iç üretim çok azalmış, ithalat 1938’lerde 150 milyon liradan 1941’lerde 71 milyon liraya kadar düşmüştür. Buna paralel olarak bir milyona yaklaşık nüfusun askere alınması devletin para ihtiyacını önemli ölçüde arttırmıştır. Varlık vergisi çıkarılmış ve kısa vadeli hazine bonoları ile hazine halka borçlandırılmıştır (T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı).

Ne var ki, bu bonoların ödenmesinde büyük güçlüklerle karşılaşmış olduğu da söylenebilir. Ek olarak, devletin Merkez Bankasına olan borçları birikmiş ve emisyon artırılmıştır. Hazine bonoları karşılığı çıkarılan paralar Silahlı Kuvvetler bünyesinde kullanıldığından paranın satınalma gücü devamlı düşmüştür. Paramızın iç ve dış değeri arasındaki fark büyümüş, değeri giderek azalmıştır. 1938’lerde 1 \$ 126 kuruş iken, 1945’lerde 1 \$ 193 kuruşa çıkmıştır. Savaş sonrası dönemde ise darlık, enflasyon, savaş ekonomisi koşulları, fiyatlar, kâr hadleri gibi konularda sıkı kontrol uygulaması ve ağır ceza hükümleri getiren “Millî Korunma Kanunu” çıkarılarak ekonomik hayata müdahale edilmiştir. Millî Korunma Kanunu devlete ekonomik alana müdahale için geniş yetkiler vermesine karşılık bunlar gereken ölçüde kullanılamamıştır. Bu arada çok partili hayata geçiş, Batı dünyası ile yakınlaşma çabaları içerisinde, devletin ekonomik kalkınma ile uğraşısı ikinci plana atılmıştır.

1943 yıllarından önce oldukça düşük bir oranda gerçekleşen devalüasyona karşın 1946 yılında “7 Eylül Kararları” olarak anılan ikinci devalüasyon ile Türk Parasının değeri %50 oranında düşürülmüştür. Bu dönemin en önemli özelliklerinden biri de devletçilik politikasının kısmen gevşemesidir. Ülke ihtiyaçları dikkate alınarak özel teşebbüs girişimlerinin yeni yatırımları yalnız kendi kaynaklarıyla başaramayacağı anlaşılmıştır. Öte yandan Cumhuriyet’in yabancı yardımına veya dış borçlanmaya açılması da bu devrede başlamış bulunmaktadır. Nitekim 1939-1949 döneminde Marshall Planı çerçevesinde 50 milyon \$’lık yardım alınmıştır (Başol, 1992, s.48).

### **3.1.4. 1950-1960 Arasındaki Enflasyonist Gelişme Dönemi**

1950 yılı Türkiye’nin siyasal hayatında önemli bir dönüm noktasıdır. Türkiye gerçekten çok partili demokratik bir ülke olmuştur. 1950’den sonra Demokrat Parti Hükümetinin liberal ve özel sektöre kalkınmada öncelik tanıyan politika izlediğini görüyoruz. Hatta bazı kamu iktisadi teşebbüslerinin halka satılması prensibi de parti programına geçmiş bulunuyordu. Yeni iktidarın liberalizmi kendini en büyük ölçüde dış ticaret politikasında göstermiştir. Türkiye’de ithalat %75 oranında serbest bırakılmıştır.

Kredi hacminde de aynı durum görülmektedir. 1950-1953'lerde kredi hacminde görülen gelişme 1954'den sonra şiddetini geniş ölçüde arttırarak ülkede fiili bir kredi enflasyonu yaratmıştır. Tarım alanında, geniş ölçüde ithal edilen traktörlerle kurak ve yarı kurak bölgelerin dalgalı arazileri tarıma açılmıştır. Böylece tarımda büyük bir üretim artışı meydana gelmiştir.

1954 yılından sonra tarımsal üretimdeki artış duraklarken, ithalat büyümeye ve dış ticaret açığı artmaya başlamıştır. Tedavüldeki para hacminin hızla yükselişine bir de kredilerdeki şiddetli artış eklenince iç fiyat seviyesi hızla yükselmiş ve enflasyonist baskılar hızla artmıştır. Bu durum karşısında başlangıçta özel teşebbüse kesinlikle müdahale etmemeyi ve devletçilik siyasetine son vermeyi karar altına almış olan hükümet, savaş yıllarında kabul edilen Millî Korunma Kanunu'nu 1956 yılının Haziran ayından itibaren tekrar yürürlüğe koyma gereğini hissederek ekonomik hayatı geniş ölçüde kontrol altına almayı amaçlamıştır. Milli Korunma Kanunu'nun uygulanması ile getirilen sıkı kontrol rejimine karşın karaborsa ve döviz yolsuzlukları ülkedeki huzursuzluğu arttırmıştır. Bu gidişi durdurmak için hükümet "4 Ağustos 1958 Devalüasyon Kararları" diye anılan istikrar tedbirlerini almak zorunda kalmıştır.

1950-60 yılları arasındaki dönemde Türkiye her ne kadar ilerleme kaydetmiş ise de, altyapı niteliğindeki yatırımların tümüne birden girişilmesi ve genişleyici bir kredi politikası takip edilmesi sebebiyle ortaya çıkan enflasyon ödemeler dengesinde tıkanmaya yol açmıştır (Parasız, 1998).

### **3.1.5. 1961-1980 Dönemi (Beş Yıllık Kalkınma Planlarının Uygulandığı Yıllar)**

1960 yılından sonra Türk ekonomisine hâkim olan görüş kalkınmanın ancak belli bir plan dâhilinde yapılacağıdır. Bu nedenle 1960 yılında 91 Sayılı Kanunla kurulan Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), beş yıllık kalkınma planları hazırlığına girmiştir. 1980'lere gelene kadar uygulamaya konulan planların para ve kredi politikasıyla ilgili kısımları aşağıda kısaca özetlenmiştir.

#### **3.1.5.1. 1963-1967 Arasındaki 1. Beş Yıllık Kalkınma Planı Dönemi**

Maliye ve para politikaları sayesinde, tam kaynak kullanımına engel olabilecek enflasyonist / deflasyonist eğilimlerin gelişiminin önlenebileceği düşünülmüştür. Üretim hedefi tespiti ve sektör programlarının hazırlanmasında fiyatların piyasa ekonomisine

göre oluşacağı ilkesi göz önünde tutulmuştur. Kamu fiyatları tespit edilirken maliyetler esas alınarak piyasa fiyatlarıyla paralelliğin sağlanmasına çalışılmış ve fiyat kontrollerinden bilhassa kaçınılmıştır. Fiyatlara ancak ekonomik işlevlerini yerine getirmediği durumlarda müdahale edilecektir.

Özellikle gerçek maliyetleri göz önünde bulundurmayan müdahalelerden kaçınılacaktır, çünkü maliyetlerin altında fiyat belirlenmesi haksız kazançlara, karaborsaya ve gelir aktarmasına neden olabilir. Bu tür müdahaleler ancak plan hedefleriyle bağdaştığında yapılabilir. Tedavül ve kredi hacminin ulusal gelir artışının üzerinde olması enflasyona neden olur. Bunun için kredi politikasının enflasyona neden olmaması için gereken önlemler alınacaktır. Krediler için uygulanan faiz oranları ekonomik faiz oranına yaklaştırılmaya çalışılacak ve aynı cins kredilere aynı faiz uygulanacaktır. Ayrıca kredi kurumlarının masrafları azaltılarak, mevduat faiz oranıyla kredi faiz oranı arasındaki fark azaltılmaya çalışılacaktır (DPT, 1962, s.43-44).

### **3.1.5.2. 1968-1972 Arasındaki 2. Beş Yıllık Kalkınma Planı Dönemi**

Fiyatların serbest rekabet koşullarında oluşmasına çalışılacak ve zorunlu olmadıkça müdahale edilmeyecektir. “Para Politikası” deyimini ilk defa bu planda kullanılarak, ekonominin genel dengesini bozacak enflasyonist politikalardan kaçınılacağı ve aşağıdaki önlemlerin alınacağı belirtilmektedir:

- I- Para ve Kredi Kurulu kurulacak,
- II- Merkez Bankası Kanunu değiştirilecek,
- III- Hazinesin kısa vadeli bonolarından yararlanılarak açık piyasa işlemleri geliştirilecek,
- IV- Merkez Bankası'nın bankalar üzerindeki etkinliğini arttırıcı önlemler alınacak,
- V- Resmi mevduatın para politikası aracı olarak kullanılması sağlanacak,
- VI- Merkez Bankası tarafından millî gelir hesaplarına paralel olarak yürütülecek, fonlar akımı muhasebe sistemi kurulacak,
- VII- Bankalar Kanunu'nun mevduat ayrımı hükümleri değiştirilerek para arzı tanımları uluslararası karşılaştırma yapılabilecek şekilde tanımlanacaktır.

Kredi hacminin ekonomik istikrarı bozmadan artırılması, seçici kredi politikası uygulaması ve kredilerin etkin dağılımını sağlayabilmek için örgütlenmiş bir kredi sistemi geliştirilecektir. Tasarruf mevduatını arttırıcı önlemler alınacak; bunun içinde faizler araç olarak kullanılacaktır. Seçici kredi politikasının uygulanabilmesi için faiz farkı ve reeskont politikaları uygulanacak ve orta vadeli kredi uygulamasına geçilecektir (DPT, 1973, s.88).

### **3.1.5.3. 1973-1977 Arasındaki 3. Beş Yıllık Kalkınma Planı Dönemi**

Birinci ve ikinci beş yıllık kalkınma planı dönemlerinde para politikası, tarımsal ürünlerin fiyat destekleme politikasıyla hazinenin finansman sorunundan geniş ölçüde etkilenmiştir. Ekonomideki monetarizasyon, sınaî ve tarımsal üretimdeki gelişmeye rağmen para politikasının zaman zaman, enflasyonu hızlandırıcı etkileri ortaya çıkmıştır.

Para-kredi politikasının genel hedefleri, bir yerde, fiyat istikrarını bozmayacak, ödemeler dengesinde baskı yaratmayacak ve verimsiz faaliyeti teşvik etmeyecek bir uygulama ile ekonominin ihtiyacı olan finansmanı sağlamak; diğer taraftan para-kredi sisteminin kontrollü ve etkin bir şekilde işlemesi için gerekli olan düzenlemeleri gerçekleştirmektir.

Para-kredi politikasının maliye politikası ile tutarlı biçimde sürdürülmesi esastır. Banka kredilerinin kalkınma planı ve yıllık programlara uygun şekilde öncelikli sektöre yönlendirilmesi olanağının araştırılması amacıyla Merkez Bankası'nın ticari bankalarla olan reeskont ilişkileri geliştirilecektir. Üçüncü beş yıllık kalkınma planı döneminde uygulanacak olan faiz politikasında temel ilke; faizin kaynak dağılımını mümkün olduğu ölçüde düzenlemesi, tasarruf akışını hızlandırması ve mali aracı kurumlara yönlendirmesidir (DPT, 1973, s.875-878).

### **3.1.5.4. 1979-1983 Arasındaki 4. Beş Yıllık Kalkınma Planı Dönemi**

Türkiye 1979-1983 yıllarını kapsayan bu plan dönemine büyüme hızının düşmesinin yanı sıra, dış ödemeler açığının büyümesi, işsizlik, hızlı enflasyon, enerji bunalımı ve sanayi üretiminde kapasite durgunluğu gibi önemli sorunlarla girmişti. Dünya ve Türkiye koşullarında ortaya çıkan gelişmeleri değerlendirerek, Türk ekonomisinin içinde bulunduğu bu darboğazlardan kurtarmayı amaçlayan Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda (DBYKP) başlıca şu ekonomik hedefler yer verilmiştir:

- Ekonomik gelişmenin dinamik istikrar içinde hızlandırılması,
- İleri bir sanayileşme düzeyine ulaşılması,
- Ulusal ekonominin özyeterliliğinin yükseltilmesi,
- Çağdaş teknolojileri oluşturmak, ülke koşullarına ve gereksinmelerine göre teknoloji transferinde bulunmak,
- Türkiye'nin dış ödeme gücünü hızla yükseltmek,
- Kaynakları artırarak en verimli biçimde değerlendirmek,
- Öncelikle ulusal kaynaklardan yararlanarak enerji darboğazının aşılmasını hızlandırmak,
- Ekonominin altyapı eksikliklerinin giderilmesine çalışmak,
- Sanayileşme hızını, ulusal sanayinin ara malları ve yatırım malları üretme oranının ve dışarıya yöneltme gücünü artırmak,
- Tarımsal gelişmeyle birlikte hızlı sanayileşmeyi ve sağlıklı bir kentleşmeyi tüm yurda yaygınlaştırmak,
- Uluslararası ekonomik ilişkileri Türk ekonomisinin bağımlılığını önleyecek biçimde çok unsurlu dengeye dayandırmak.

Ulusal güvenlik sorunlarını dış politika ve gelişmeyle bir bütün halinde ele alarak çözmek Ekonomide belirli bir yapısal değişikliği amaçlandığı Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı (ÜBYKP) (1973-1977) dönemi, DBYKP'nin (1979-1983) hareket noktasını oluşturmaktaydı.

DBYKP'nin hazırlık çalışmalarının uzun sürmesi ve taslağın iki ayrı hükümet tarafından değiştirilmesi gibi nedenlerle plan dönemi 1979 yılına kaydırılmış, 1978 yılı "geçiş dönemi" olarak kabul edilmiştir. DBYKP hedeflerini değerlendirebilmek için ÜBYKP döneminin sonuçlarına bakmak gereklidir. Bu dönemde ortaya çıkan iç ve dış gelişmeler planda öngörülen hedeflerden sapmalara yol açmıştır. %7,4 olarak hedef alınan büyüme oranı %6,5, yılda ortalama %7,6 olarak hedeflenen GSYİH ise %6,9 olarak gerçekleşmiştir. Uluslararası düzeyde ortaya çıkan enerji bunalımından kaynaklanan, enerji ve dışarıya bağlı olarak hammadde sağlanmasında karşılaşılan güçlükler, sanayi üretimde ve dışarıda tıkanıklıklara yol açmıştır (DPT, 1979, s.625-702).

Böylece planda GSMH'deki artış ile birlikte öngörülen yapısal değişiklik gerçekleştirilemedi. DBYKP döneminde bu değişikliği, yani tarımdan sanayiye geçişi sağlamak için;

- sanayiye kendi teknolojisini üreten ve dış pazarlarla rekabet edebilen bir kimlik kazandırılması,
- “dış pazarlarla rekabet olanaklarının ve bütün ekonomik kesimlerde verimliliğin artırılabilmesi için dünyadaki teknolojik gelişmelerin izlenerek ileri teknolojilerin seçilmesi” amaçlanmıştır.

DBYKP döneminde bu hedeflerin gerçekleştirilebilmesi amacıyla yatırım malları üreten sanayilerin kurularak geliştirilmesi, doğal kaynakların değerlendirildiği optimum kapasiteli ve ileri teknoloji kullanan ara malları üreten sanayilere yatırımda öncelik tanınması öngörülmekteydi. Türk ekonomisi DBYKP dönemine yüksek enflasyon hızı, dış ödemelerde devam eden tıkanıklıklar, dış finansman kurumlarından kaynak sağlayamama gibi ciddi çözüm bekleyen sorunlarla girmiştir. Bu nedenle DBYKP'de ödemeler dengesi belirlenirken,

- dış ekonomik ilişkilerin çok yönlü geliştirileceği,
- dış satım, turizm ve görünmeyen işlemlerden sağlanan döviz gelirlerinin artırılacağı ve dışsatımın çeşitlendirileceği,
- sanayileşme çabalarına uygun nitelikte ve nicelikte dışalım gereksinmelerinin karşılanacağı,
- sağlıklı ve uygun koşullarla bir borçlanma politikasının uygulanacağı göz önünde tutulmuştur.

DBYKP döneminde dışsatım konusu olan hammaddelerde, yurtiçi kullanım ve dışsatım miktarları arasında denge sağlanmasına özen gösterilmiştir. Dışsatım hedefleri saptanırken geleneksel dışsatım ürünlerinin dış talebi ve geçmiş dönemlerdeki gelişme eğilimleriyle birlikte potansiyel dışsatım olanakları da değerlendirilmiştir.

Döviz darboğazı nedeniyle 1978 yılında düşük bir düzeyde gerçekleşen dışalım, ekonomide hammadde yokluğunun sonucu olan eksik kapasite kullanımını önleyebilmek için, öncelikle ara mallarına yönelecektir. Dördüncü plan dönemi sonunda ekonomide yüksek bir büyüme hızının ve ara mallarında ikamenin gerçekleştirilmesi öngörülmekteydi. Ara mallarının toplam dışalım içindeki payını düşerken yatırım mallarının payı artacaktır. DBYKP döneminde ekonomide tarımdan sanayiye yapısal bir

değişimin gerçekleştirilebilmesi amacıyla uygulanacak diğer politikalar kısaca şöyle özetlenebilir:

- Kaynak dağılımında yeniden örgütlenmeye gidilmesi ve bu aşamada plan mekanizmasının işlerlik kazanması,
- Bankalar sisteminin daha fazla kaynak yaratması için kamu bankacılığının geliştirilmesi, dış ticaret ve bankacılık kesimlerinde elde edilen yüksek kârların toplum yararına ekonomiye döndürülmesi,
- Fiyat politikasında temel ilke olarak istikrar ve denetimin öngörülmesi,
- Teknolojik kararların sanayi, istihdam ve yatırım politikalarıyla bir arada, sistematik bir bütün oluşturması,
- Türkiye'nin AET'ye karşı yükümlülüklerinin bir süre dondurularak yeni değerlendirmeler yapılması.

İki yıl gecikmeyle hazırlanan plan, yoğun bir devletçilik ve mühendislik anlayışı dâhilinde hazırlanmıştır. Ancak olaylar farklı yönde gelişmiş ve 1979 yılında yapılan seçimlerde özel sektöre önem veren bir partinin iktidara gelmesiyle köklü ekonomi politikası değişikliğine gidilmiştir. 24 Ocak 1980 tarihli Ekonomik İstikrar Tedbirleri'nin yürürlüğe konulması sonucunda uygulama imkânı bulunamayan DBYKP'nin başlıca hedefleri şunlardır:

- Üretim faktörlerinde nihai ürünleri plan hedeflerine göre tahsis edecek bir piyasa işleminin ağırlık kazanması gerçekleştirilecektir,
- Bankalar sisteminin yönlendirilmesinin başlıca araçları olan yatırılabılır fonlar, yatırım ve kalkınma bankaları aracılığıyla yatırımlara yönlenecektir.
- Merkez Bankası'nın bankalar üzerindeki denetimi arttırılacak ve kamu bankacılığı geliştirilecektir.
- Özel ve kişisel tasarrufların öncelikli bölgelerde yatırım yapacak çok ortaklı şirket ve kooperatiflere yönlendirilmesine özen gösterilecektir (Başol,1992, s.60).

DBYKP döneminde genel faiz politikası esasları aşağıdaki gibi özetlenebilir (DPT, 1979, s.257-258):

- Kalkınmanın yapılacağı alanda yatırım özendirilmesi,
- Tasarrufları örgütlü mali sisteme yönlendirilmesi,

- Her tür mevduat ve tahvil faizlerinin, planda öngörülen ilkelerle uyumlu olacak biçime getirilmesi.

### 3.2. Türkiye’de 1980 Sonrası Yapısal Uyum ve Finansal Sistem

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

1980 öncesi Türkiye’de dış ticaret, finansal piyasalar ve bazı mal pazarları kontrollü idi. Finansal sektör, bankaların egemenliğindeydi. Türkiye’nin, kabaca 1979’a kadar izlediği ithal ikameci sanayileşme politikaları döneminde devlet, hem yatırımcı hem üretici olarak kamu iktisadi teşekkülleri (KİT) kanalı ile sanayileşme hedeflerine ulaşmaya çalışmıştır.

Özel sanayi kârları bu dönemde esas olarak iki kaynaktan beslenmiştir: Ağırlıklı olarak tarife dışı engellere dayanan korumacı ticaret rejimi sayesinde iç pazarda sanayiciler oligopolcü kâr ve rantlarını elde etmişlerdir, ikinci olarak ise, KİT sisteminin ürettiği girdiler yapay olarak ucuz fiyatlanarak özel sanayi kesimine ve kırsal ekonomiye verildiğinden, girdi maliyetleri düşük seyretmiştir (Voyvoda ve Yeldan, 2001).

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

1980 yılının Ocak ayında daha önceki ekonomik paketlere kıyasla radikal önlemler içeren “24 Ocak kararları” yürürlüğe konulmuştur. Temel amacı ülke ekonomisinin serbest piyasa mekanizması kurallarına göre işlemlerini sağlamak ve

dünya ekonomisi ile bütünleşmeyi gerçekleştirmek olan bu ekonomik program ile birlikte Türkiye, ülke ekonomisini dışa kapalı bir hale getiren ithal ikamesine dayalı sanayileşme stratejisini terk etmiş ve “ihracata dayalı sanayileşme” stratejisini benimsemiştir. 24 Ocak Kararları'nın en önemli yönü; dışa yönelim ve liberalizasyonun açıkça telaffuz ediliyor olmasıdır (Rodrik, 1990).

1980 sonrası devlet desteği, dış kredi sağlanması ile dış ticaret ilişkilerinin kurulmasında aktif rol oynamıştır. Ancak özel sektörün yararlanması düşünülen ulusal finansman olanaklarına devlet yeni vergiler, fon kesintileri ile ortak olmuş, imalat sektörünün özel sektöre bırakılması da, devletin bıraktığı boşluğu dolduramaması ve iç borçlanma ile ekonomideki kaynakların devlete kanalize olması nedeniyle başarılamamıştır. Bu durum finansman olanakları daralttığı gibi yatırım isteği ve gücünün de konut yatırımlarına kaymasına neden olmuştur. Yine uygulanan iktisat politikalarının bir ürünü olan enflasyon ihracat gücünü azaltmış ve sanayiye bağlı ihracat hedefine ulaşamamıştır (Kılıçbay, 1991, s.97).

Bu dönemde ihracat içinde tarım ürünleri payı hızla gerilerken sanayi mallarının payı önemli oranda artış göstermiştir. Nitekim 1980 yılında %36 olan sanayi ürünlerinin toplam ihracat içindeki payı 1990 yılına gelindiğinde %80'e ulaşmıştır.

Türkiye'de 1980 sonrası dönemde başlatılan liberalizasyon odaklı yeni modelin uygulaması, 1980-83 dönüşümü ile başlamış, bu dönemde ortaya çıkan bankerler krizi ile sektöre uğramış buna karşılık 1988 ve 1989'da yürürlüğe konulan uygulamalarla tamamlanmıştır. Liberalizasyon odaklı yeni model çerçevesinde; 1984 yılında I ve II Sayılı Liberalizasyon listeleri yürürlükten kaldırılarak dış ticarete liberalizasyon ve global ekonomiyle entegrasyon süreci başlatılmış; sabit kur sistemi terk edilerek esnek kur politikası uygulamaya konulmuştur. 1989 yılında, Türkiye'de finansal liberalizasyonun ilanına kadar olan süreçte bu karara ön hazırlık niteliğinde kabul edilebilecek adımlar üç eksen üzerinde gerçekleşmiştir (Sönmez, 2003, s.320).

Finansal piyasaların düzenlenmesi ve geliştirilmesi kapsamında; Sermaye Piyasası Kanunu'nun çıkarılması (Temmuz 1981) ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) kurulması (Şubat 1982), Ağustos 1989'da 32 sayılı karar ile dış finansal serbestliğin sağlandığı dönemde finansal araçların yapılanması ve finansal araçların çeşitlenmesi sağlanmıştır. Mevduat faiz oranlarının belirlenmesinde liberalizasyon kapsamında, faizlerin tamamen serbest bırakılması (Ekim 1988) gerçekleştirilirken; kambiyo ve sermaye hareketlerinde liberalizasyon kapsamında ise, TCMB bünyesinde

oluşturulan Döviz ve Efektif Piyasası ve Kur Belirleme seansları uygulaması ile kurların TCMB ve bankalar tarafından ortak belirlenmesi ilkesinin yürürlüğe konulması gerçekleştirilmiştir.

1567 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu ile ilgili olarak Temmuz 1984 tarihinde çıkarılan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 30 Sayılı Karar, 1989 tarihine kadar kambiyo rejiminin esasını oluşturmuş, bu tarihte 32 Sayılı Karar ile her türlü dövizin ithali serbest bırakılmıştır. 1990 yılında Kambiyo Rejimi daha da liberalleştirilerek Türk Lirası'sının konvertibilite özellikleri güçlendirilmiş ve 32 sayılı Karar'da yapılan değişiklikle, TL ile ihracat ve ithalat serbest bırakılmıştır.

1977 yılından sonra durgunluğa giren ve 1980 yılında %2,8 oranında küçülen Türkiye ekonomisi, tekrar yeniden canlanma dönemine girmiş ve Körfez Krizinin patlak verdiği 1990 yılı da dâhil on yıllık dönem içerisinde ortalama yıllık %5,26 oranında büyüme kaydetmiştir. Ancak bu on yıllık dönemde dış borç stoku artarken; 1993'de kamu kesimi finansman açığının GSMH'ye oranı %12'ye kadar tırmanmıştır. Ayrıca bu dönemde yaşanan küresel mali kriz nedeniyle Türkiye ekonomisi 1994 yılında tekrar tıkanmış, bu durum 5 Nisan İstikrar Tedbirlerinin uygulanması sonucunu doğurmuştur. TL %39 oranında tekrar devalüe edilmiş ve böylece ihracat arttırılarak dış ticaret açığı kapatılmaya ve dış borç ödemelerinin gerçekleştirilmesine çalışılmıştır. Ancak bu sürecin bedeli içerisinde %149 oranında enflasyon ve ekonomide de %6,1 oranında daralma olmuştur.

1995 yılında, bir yandan uluslararası ticaretin serbestleşmesinin sağlanması amacıyla II. Dünya Savaşı'ndan sonra başlatılan GATT sürecinin tamamlanması ile oluşturulan Dünya Ticaret Örgütü'ne (DTÖ) üye olunurken diğer yandan, 01.01.1996 tarihinden itibaren AB ile Gümrük Birliği'ne gidilmesi karara bağlanmıştır. Türkiye açısından ilk olarak 20.12.1995'de Resmi Gazete'de yayınlanan Bakanlar Kurulu kararı ile 12 ve 22 yıllık listelerde ertelenen son indirimler yapılmış ve yine bu listelerle ilgili Ortak Gümrük Tarifesi'ne (OGT) ilişkin uyumlar gerçekleştirilmiştir. Sonra 1 Ocak 1996 tarihi itibarı ile AB'den ithal edilen sanayi ürünleri üzerindeki gümrük vergileri sıfırlanırken, gümrük vergilerine eş etkili vergiler de (damga ve belediye resmi, harçlar ve fonlar vb.) kaldırılmıştır. Ayrıca ithalat yasaklamaları, kota gibi miktar kısıtlamalarını ve eş tedbirlerin (ticari-teknik engelleri, idari engeller, standart engelleri) kaldırılması da bunlara eklenmiştir. Diğer taraftan üçüncü ülkeler için uygulanan

vergiler, bazı hassas ürünler dışında, AB'nin belirlediği OGT seviyesine çekilmiştir (Dağdelen, 2004).

Finansal liberalizasyon ayağında ise son adım; 4875 sayılı “Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu” ile atılmıştır. Yabancı yatırımcıların Türkiye’de yatırım yapmalarını teşvik etmek, yabancı yatırımcıları yerli yatırımcılarla eşit muameleye tabi kılmak ve yabancı yatırımcıların Türkiye’deki faaliyet ve işlemlerinden doğan net kâr, temettü, satış, tasfiye, tazminat ve lisans bedellerini yurt dışına serbestçe transfer edebilmelerini teminat altına almak amacıyla 17.06.2003 tarihli ve 4875 sayılı “Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu” çıkarılmıştır.

Türkiye uluslararası alanda meydana gelen değişimlere uyum sağlamak ve ekonomik kalkınmasını daha etkin bir şekilde gerçekleştirmek amacıyla 1980 yılından itibaren ekonomide rekabetçi yapının oluşturulmasına yönelik politika uygulamalarına hız vermiştir. Dışa açık ekonomi politikaları çerçevesinde önce reel kesimde daha sonra da finansal kesimde liberalizasyon hareketleri ivme kazanmıştır. Bu bakımdan Türkiye’de mali piyasalardaki liberalizasyon finansal araçların çeşitliliği ve mali kesimin derinlik kazanması açısından önemlidir (Yeldan, 2003, s.130).

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

### **3.2.1. İç Finansal Liberalizasyon Dönemi (1980-1988)**

İthal-ikamesi stratejisi ağırlıklı olarak ithal hammaddelere dayanmaktaydı. Bu nedenle, Türkiye’nin ticaret hadleri 1973-1974 dönemindeki ilk petrol krizinden sonra kötüleşmiştir. Bu kötüleşme, ödemeler dengesi üzerinde büyük bir yük yaratmış, bu ilave yük kısa vadeli borçlanmalarla telafi edilmeye çalışılmıştır. 1977’den sonra, ithalatın gereken zamanda ve oranda gerçekleşmemesi üzerine işgücü piyasasında da sorunlar baş göstermiş ve arz yönünde önemli sorunlar ortaya çıkmıştır.

Talep yönünden bakıldığında ise genişlemeci maliye politikası korunmuştur. Toplam talep ve arz arasındaki dengesizlikler zaten artmakta olan enflasyonu olumsuz yönde etkilemiştir. Krizi aşmak için alınan tedbirlerin yetersizliği ve 1979’daki ikinci

petrol krizi krizin boyutlarını daha da artırmıştır. Düşük yurtiçi tasarruf ve ağır aksak ilerleyen yatırım ortamında çözümlenememiş olan 1977-1979 ödemeler dengesi krizine çare olması amacıyla Türkiye’de ticarete liberalleşme süreci başlatılmıştır (TCMB, 2002, s.5).

Ekonomik bunalımın yoğunlaşması ve 1977-78 yıllarında alınan önlemlerin yetersiz kalması üzerine hükümet 24 Ocak 1980’den başlayarak yeni bir ekonomi politikasını ortaya koymuştur. Önceleri geçici bir kararlılık önlemleri dizisi ya da özgün deyimıyla “istikrar tedbirleri” sanılan bu politika düzenlemesi giderek kalıcı bir nitelik kazanmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2005, s.199).

24 Ocak 1980’de başlatılan yapısal uyum ve istikrar politikaları IMF, Dünya Bankası ve OECD kaynaklı büyük kredi olanaklarıyla desteklenmiştir. 24 Ocak kararlarıyla oluşturulan istikrar programının temelinde klâsik IMF kaynaklı istikrar politikalarıyla uyumlu olarak dengesizliğin ve enflasyonun asıl kaynağının yurtiçi artık talep olduğu teşhisi yattığından, stabilizasyon önlemlerinin büyük bir bölümü öncelikle kamu harcamaları ve iç talebin kısılmasına yöneltilmiştir (Çeçen, Doğruel ve Doğruel, 1996, s.111-112).

24 Ocak kararlarının temel amacı bir yandan ulusal ekonominin birikim ve kaynakların dağılım mekanizmalarında pazar fiyatlarının belirleyici unsur oluşturması, diğer yandan da mal ve hizmet ihracını artırmaya yönelik yoğun bir devlet desteği ile sürdürülen dışa açılma stratejisinin hayata geçirilmek istenmesidir. Bu genel strateji altında imalat sanayinin ihracata ve dış pazarlara yönelmesi öncelik kazanmış ve bu amaca uygun olarak yoğun bir teşvik sistemi uygulamaya konulurken, bir yandan da döviz kuru aşınmaya bırakılmıştır (Yeldan, 2004, s.39).

Ekonomi politikasında 1980 dönüşümünün en önemli ve belirleyici öğelerinden biri fiyatlama sürecinin piyasa koşullarına bırakılmasıdır. Bunalım yıllarında, özellikle 1978’den sonra birçok sınaî ürünü piyasada geçerli fiyat ve karaborsa fiyatı olmak üzere ikili bir fiyat yapısına sahipti. 1980’den önce var olan Fiyat Kontrol Komitesi özellikle KİT’lerin ürettiği mallar için bir fiyat belirlemekte, bu belirlenen fiyat piyasa koşullarında oluşmadığı için bu durum resmi fiyat ve karaborsa fiyatı olmak üzere ikili fiyat yapısına yol açmaktaydı. Bu ikili fiyat yapısı mal stoku ve ticaretini olağanüstü kârlı kılıyor, daha doğrusu bir rant oluşturuyordu (Kepenek ve Yentürk, 2005, s.200-201).

1980 sonrasında bu durumu ortadan kaldırmak için Fiyat Kontrol Komitesi kaldırılmış, KİT'lerin temel mal ve hizmet dışındaki ürün fiyatlarının da serbestçe belirlenmesi yoluna gidilmiştir. Ayrıca tarım ürünleri destekleme kapsamının daraltılması ve bu ürünlerin fiyatlarının piyasa koşullarında belirlenmesi öngörülmüştür (Uysal, 1999, s.205).

24 Ocak kararlarıyla düzenlenen ve Türkiye'nin yeni ekonomik birikim modeli olan ihracata dayalı kalkınma modelinin benimsenmesi ticari liberalizasyon ile beraber finansal liberalizasyonu da beraberinde getirmiştir. Finansal liberalizasyona aşamalı geçiş yönünde uygulanan politika demetiyle öncelikle iç finansal liberalizasyon politikaları hayata geçirilmeye başlanmıştır. Bu bağlamda iç finansal liberalizasyona ilk adım 1980 Temmuzunda vadeli mevduat ve kredi faizlerinin serbest bırakılmasıyla atılmıştır (Boratav, 2004, s.151).

Böylelikle finansal baskı döneminin negatif reel faiz oranı uygulaması yerini pozitif reel faize bırakmış, 1 Temmuz 1980'den itibaren gerek mevduat gerekse kredi faizlerinde benimsenen serbestlik ilkesi uygulamada faizlerin hızla tırmanması sonucunu doğurmuştur. Faiz oranları çok kısa sürede dörde katlanmıştır (Sönmez, 1992, s.29).

Faiz oranlarının serbest bırakılmasındaki amaç atıl fonların bankacılık sistemine akarak ödünç verilebilir fon arzını artırmasıydı. Fakat faizlerin serbest bırakılması banka-banker rekabetini açığa çıkarmıştır. Kısa vadeyle para toplayıp uzun vadeli yatırımlara paraları aktaran bankerler zor durumda kalmıştır. Bu kez riski çok yüksek alanlara para aktarmaya girişmişlerdir (Tokgöz, 1999, s.176).

Bununla beraber o dönemdeki bankacılık sektörünün oligopolcü yapısı bankaların bir araya gelerek aralarında faiz yarışına girmeyeceklerine dair "centilmenlik anlaşması"ni imzalamalarına yol açmıştır. Fakat kısa sürede imzaladıkları centilmenlik anlaşmasını ihlal eden bankalar faizleri artırmaya başlamıştır. Faiz yarışı bazı bankaların, firmaların batmasına, "bankerler faciası" diye bilinen çököşlere yol açtıktan sonra 1983 başında yeniden ele alınmıştır. Bu tarihten itibaren faiz oranlarını Merkez Bankası kontrolünde büyük bankaların belirlemesi kararlaştırılmıştır. 1985'te çıkarılan Bankalar Kanunu'nda da mevduat ve kredi faizlerinin Bakanlar Kurulunca saptanması ilkesi yeniden belirlenmiştir (Sönmez, 1992, s.28).

Merkez Bankası'nın Haziran 1987'de yayımladığı bir tebliğle bankalara belli bir üst sınıra kadar faiz oranlarını kendileri belirlemeleri için izin verilmiştir. Nihayet 12 Ekim 1988'de tüm mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır (TCMB, 2002, s.13).

İç finansal liberalizasyon açısından faiz oranlarıyla ilgili düzenlemenin ardından döviz kuruna ilişkin düzenlemeler gelmiştir. 1980 öncesinde uygulanan sabit döviz kuru rejiminde Türk lirasının değeri hükümet tarafından değişen ekonomik koşullara göre belirleniyor ve ayarlanmaktaydı. Ne var ki, ayarlamalarda meydana gelen gecikmeler Türk lirasının bazı dönemlerde belirgin şekilde ve aşırı ölçüde değerlenmesine neden olmaktaydı. Bu nedenle, Ocak 1980'de uygulamaya konulan istikrar programıyla daha gerçekçi ve esnek bir döviz kuru politikası yürütülmeye başlanmıştır. Böylece Türk lirasının diğer para birimleri karşısındaki değeri önemli oranda düşürülmüş ve karaborsanın varlığını da engelleyen tek bir geçerli kur oluşmuştur. Mayıs 1981 itibariyle Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası günlük kur ayarlamalarına başlamıştır (TCMB, 2002, s.11).

Bu arada 1980'lerin başında ortaya çıkan ve 'Banker Krizi' olarak ifade edilen zincirleme sorunlar, devletin sermaye piyasalarını denetlemesi gereğini ortaya koymuştur. 28.07.1981 tarihinde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kabul edilmiş; bu kanunda yer alan görevleri yapmak ve yetkileri kullanmak üzere kamu tüzel kişiliğine haiz, idari ve mali özerkliğe sahip Sermaye Piyasası Kurulu 26.04.1982 tarihinde kurulmuştur. Bu tarihten itibaren bankalar ve finans piyasalarında hizmet veren bütün kuruluşlar Sermaye Piyasası Kanunu'na ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nun denetimine tabi olmuşlardır. İç finansal liberalizasyon çerçevesinde atılan bir diğer önemli adım kambiyo rejiminin liberalizasyonudur. 1982 yılında ticari bankaların döviz bulundurmasına izin verilmesiyle başlayan kambiyo rejimi liberalizasyon süreci, Merkez Bankası tarafından 7 Temmuz 1984 tarihinde alınan ve 28 Sayılı Karar'ı ortadan kaldıran 30 sayılı Karar'la tamamlanmıştır. 30 Sayılı Karar ile serbestçe belirlenen bir kur rejiminin oluşturulmasına yönelik olarak getirilen düzenlemeler özet olarak şu şekilde sıralanabilir (TCMB, 2002, s.11):

- Türk lirası cinsinden banknot, metal para ve diğer ödeme araçlarının ithal edilmesi üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış, ihracı ise Hükümet iznine tâbi tutulmuştur.
- Türkiye'de ikamet edenlerin yabancı para birimi bulundurmalarına, döviz hesabı açtırmalarına ve dövizle ödeme yapmalarına izin verilmiştir.

- Merkez Bankası, külçe altın ithal ve ihrac etmek üzere yetkilendirilmiştir. Diğer bankaların da yurtiçi pazarda külçe altın satmalarına izin verilmiştir.
- Bankaların Türkiye’de ikamet edenlerden döviz mevduatı kabul etmelerine, yurtdışında döviz bulundurmalarına ve döviz cinsinden işlem yapmalarına izin verilmiştir.
- Her türlü menkul kıymetin ithal ve ihracına izin verilmiştir. Türkiye’de döviz cinsinden ihrac edilen menkul kıymetlerin Türkiye dışında ikamet edenlere satışına izin verilmiştir.
- Yabancıların döviz bozdurmaları ve tüm transferleri bir banka aracılığıyla yapmaları koşuluyla gayrimenkul almalarına ve aynı haklar elde etmelerine izin verilmiştir.
- Yabancıların döviz cinsinden gerekli sermayeyi getirerek yatırım yapmalarına, ticari faaliyette bulunmalarına, hisse satın almalarına, ortaklık kurmalarına, şubeler, temsilcilikler ve acenteler açmalarına izin verilmiştir.
- Bankaların Merkez Bankası tarafından açıklanan döviz kurunun etrafında oluşturulan dar bir aralık içerisinde kendi işlemlerinde kullanacakları kurları belirlemelerine izin verilmiştir.
- Son olarak, 29 Haziran 1985 tarihi itibarıyla bankaların ticari, ticari olmayan ve bankalararası işlemleri için kendi kurlarını belirlemelerine izin verilmiştir.

İç finansal liberalizasyon çerçevesinde bankacılık sistemi için de düzenlemeler yapılmıştır. 1983’de, 1982 krizi sırasında bankaların karşılaştıkları likidite sorunlarının yeniden ortaya çıkmasını önlemek, piyasaların güvenli ve düzenli işleyişini temin etmek için Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kurulmuştur. Ancak sigorta sisteminin kapsama alanı sınırlı kalmıştır, ilk 25 milyon TL’nin %100’ü, ikinci 25 milyon TL’nin %60’ı ve 50 milyon TL’nin üzerindeki mevduatlar kapsama alınmamıştır. Yasa, hükümetin bankaları devralmalarına, gerektiğinde yeni sermaye koymalarına ve bankaların verimsiz varlıklarını satın almalarına izin vermemiştir. Hükümet yasaya göre bankaların yönetimlerini değiştirme ve likiditelerini iyileştirmeleri için önlemler alma yetkilerine sahip olmuştur (Kandemir, 2006, s.145).

Diğer taraftan mali aracılığın (*financial intermediation*) maliyetini azaltmak amacıyla mevduat faizi gelirinden elde edilen stopaj vergileri 1983 ve 1984 yıllarında düşürülmüştür (Binay ve Kunter, 1998, s.5).

1985 yılında yenilenen Bankalar Kanunu'nun amaçlarından biri olan Türk bankalarının uluslararası piyasalarda rekabet gücünü artırmak amacıyla aynı yıl Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın 6 No.'lu tebliği ile "Sermaye Tabanı/Risk Ağırlıklı Varlıklar, Gayri Nakdî Kredi ve Yükümlülükler" standart rasyosu yayınlanmıştır. Yayınlanan bu tebliğ bankalar için minimum sermaye taban zorunluluğu getirerek, sermaye yeterlilik oranını uluslararası normlara uygun olarak hesaplanması uygulamasını başlatmıştır. Bankaların sermaye yeterliliği, aktiflerin niteliği, kârlılık ve likidite açısından dikkatli ve düzenli bir denetime tabi tutulması amacıyla 1986 yılından itibaren üç, altı, dokuz aylık ve bir yıllık olarak hazırlanan bilançolarını Merkez Bankasına göndermeleri zorunlu duruma getirilmiştir. Ayrıca 1987 yılından itibaren bankaların bilançolarının her yıl dış denetime tabi tutulması uygulaması da başlatılmıştır (Turgut, 2006, s.176).

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

1985 yılında Merkez Bankası, Bankalararası Para Piyasası'nı (*Interbank*) kurmuştur. Bu sayede bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarının karşılanması ve fon fazlalarının sistem içinde değerlendirmesi imkânı oluşmuştur. Buna mukabil yine aynı yıl SPK'nın izniyle İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurulmuştur. Bu gelişmelerden sonra Şubat 1987'de Merkez Bankası DİBS'leri kullanarak Açık Piyasa işlemleri (API) gerçekleştirmeye başlamıştır. Böylelikle para politikasının yürütülmesinde köklü değişiklikler uygulamaya geçirilmiştir. 1987 Ekim'inde Merkez Bankası tarafından döviz için Interbank piyasası kurulmuştur. Bu piyasada bankalar, özel finans kurumları ve diğer yetkili kurumlar katılımcı olarak bulunmaktadır. Merkez

Bankası 1989 yılında altın piyasasını oluşturmuştur. Bankalar, özel finans kurumları ve diğer yetkili kurumlar bu piyasada alım ve satım yapmaktadır (Turgut, 2006, s.177).

Finansal liberalizasyon süreci için önemli olan bu düzenlemeler Türkiye'nin dünya finans piyasalarına eklemlenmesi açısından önemli olmakla beraber 1989 yılına kadar finansal piyasalara tam entegrasyon sağlanmış değildir. Kuşkusuz bu düzenlemelerle beraber yerleşik ve yerleşik olmayanlardan kaynaklanan sermaye hareketliliğinde artış olmaya başlamışsa da sermaye akımlarındaki asıl sıçrama dış finansal liberalizasyonun sağlanmasından sonra yaşanmıştır. TCMB'nın para politikası uygulamalarında 1989 yılı önemli bir dönüm noktasıdır. 1989 yılından önce M1, M2 ve daha geniş tanımlı parasal toplamları kullanarak enflasyonla mücadele ederken, 1989 yılından itibaren kendi bilanço büyüklüğünün kontrol altına alınması hedefine yönelmiştir. Bu değişikliğin altındaki ana sebep, yıllardır süren yüksek enflasyonun ve son on yıldır mali sektörde yaşanan değişim sürecinin para çarpanlarında istikrarsızlık yaratması ve bunun Merkez Bankası'nın geniş tanımlı para arzlarını denetiminde yarattığı zorluklardır. Orta vadede, sağlıklı bir bilanço yapısının kurulması gerektiği vurgulanırken, Merkez Bankası, para politikası ara hedefi olarak bilanço büyüklüklerinin kontrolünü ve bilançonun kompozisyonunun değiştirilmesini amaçlamıştır (Eken, 1996, s.31).

Bu doğrultuda Merkez Bankası'nın uygulayacağı para politikasının nihai amacının ne olması gerektiği de tartışılmaya başlanmış, piyasaları yönlendirmede hazırlanacak para programının önemi ortaya konulmaya çalışılmıştır. Bu konuda dönemin Merkez Bankası Başkanı'nın yaptığı açıklama şöyledir:

“.....Merkez Bankası işlemleri ve çalışmaları itibariyle orta vadede başarı ile sadece bir tek iş yapabilir. O da, paranın iç ve dış değerinde istikrarın sağlanmasıdır. Merkez, Bankaları uzun vadede büyümeyi sağlamanın veya ödemeler dengesini düzeltmenin bir enstrümanı olamazlar..... Merkez Bankaları teşvik politikasının bir parçası olarak kullanılmamalıdır. Aynı şekilde, doğru bir yaklaşımla bakıldığı zaman, Merkez Bankaları ülkenin döviz sorununu çözmekle de görevli kuruluşlar olamazlar. Çünkü Merkez Bankalarının, kendi ihtiyaçları için, sadece rezerv olarak dövize ihtiyaçları vardır. Merkez Bankaları döviz kullanan, ithalat yapan kuruluşlar değildir.” (Saraçoğlu, 1990, s.3-4).

1990'lı yılların başında Merkez Bankası Başkanı'nın merkez bankacılığına ve para programlarına bakış açısı ve çabası bu şekildeydi. Ancak, T.C. Merkez Bankası'nın

bağımsız bir yapıya kavuşmamış olması ve yıllardır kamunun Merkez Bankası kaynaklarını hiçbir denetim ve sınırlamaya tabi olmadan kullanıyor olmasının verdiği bozukluk bu çabalan çoğu kez başarısızlıkla sonuçlandırmıştır. Bu çerçevede 1990-1996 yılları arasındaki para politikasının genel bir değerlendirmesi yapıldığında ise şunlar görülmektedir:

Tedavül hacmini etkileyen unsurlar içerisinde 1990 öncesinde ilk sırayı TCMB'nin kamu kesimine açtığı kredilerdeki artışlar alırken, 1990 ve 1996 yıllarında ilk sırayı döviz rezervlerindeki artış almaktaydı. Bunun anlamı 1990'lı yılların başında Hazine'nin borçlanma stratejisinde kaynak bulma yönünden Merkez Bankası yerine piyasalara yönelme şeklinde bir değişikliğin olmasıydı. Bununla birlikte, emisyonun genişlemesini sınırlayan etkiler de ortaya çıkmıştır. Bunların başında TCMB'deki mevduat artışı gelmekteydi. Bankaların Merkez Bankasındaki mevduatı serbest ve zorunlu karşılıklardan oluşmaktaydı. 1980'li yıllarda genel disponibilitate oranı %30 ve mevduat munzam karşılıklarının oranı %20 iken 1996 yılında sırasıyla bu oranların %6 ve %8'e çekildiği düşünülürse, Merkez Bankası'nın para politikası aracı olarak karşılık oranlarına verdiği önemi azalttığı ve mevduat artışlarının bankaların serbest mevduatlarındaki artıştan kaynaklandığı söylenebilir. Bunun anlamı ise TCMB'nin para politikası aracı olarak daha ziyade açık piyasa işlemleri ile bankalararası işlemlere ağırlık vermeye başlamasıdır (Resmi Gazete, 1996).

Diğer bir ifadeyle, Merkez Bankası daha çok bankacılık kesiminin portföyünü etkilemeye yönelik bir denetim mekanizmasına yönelmiştir. Böylece Merkez Bankası parasal büyüklüklerin kontrolü için bilançosunu ayarlayarak bankacılık kesimini ve giderek kamu açığının finansman biçimini etkilemekteydi. Söz konusu yol, kamu açıklarının otomatik monetizasyonunu ortadan kaldırarak Merkez Bankası'nın kararına bırakmaktaydı. Banka monetizasyonu seçmez ise para arzı, kamu borçlanmasındaki artıştan etkilenmez ve faiz oranları artar. Aslında bu saptama Merkez Bankası'nın para arzını kontrol etmede ne kadar etkili olup olmadığı, uygulanan para politikasının kamunun borçlanma ihtiyacını kolaylaştırıp kolaylaşdırmadığı, ya da bağımsız para politikası uygulayıp uygulayamadığı sorularını beraberinde getirmektedir (Emil ve Ata, 1998, s.2).

Yukarıda da incelendiği gibi, 1990 yılı dışında Merkez Bankası'nın tam bağımsız, sıkı para politikası uygulama şansını bulamadığı, özellikle 1995 yılından itibaren Hazine'nin borçlanma politikası ile tam bir uyum sağlandığı söylenebilir. Bu

yıllarda ortaya çıkan bir gelişme de, bankaların mevduat dışında yeni para piyasası araçlarına yönelmesi (VDMK, repo gibi) ve böylece para politikasının etki alanının dışına çıkmaya başlamalarıdır. Bir diğer gelişme ise, Türkiye’de Gresham Kanununun<sup>2</sup> tersine işlermesidir. TL mevduatları, döviz mevduatlarının gerisinde kalmıştır. Ekonomik birimlerden gelen dışlanma etkisi ile TL piyasadan kovularak yerine Dolar, Mark gelmiştir (Kandiller, 1997, s.3-4).

Buraya kadar yapılan açıklamalardan da anlaşılacağı üzere 1990 sonrasında kısa süreli ve yapay büyüme üzerine kurulu bir tercih söz konusudur ve bu süreç ekonomiyi konjonktürel ve dışa bağımlı bir yapıya sokmuştur.

### 3.2.2. Dış Finansal Liberalizasyon Dönemi (1989-1999)

1984 yılı Temmuz ayında çıkarılan “1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu’na ilişkin 30 Sayılı Karar” ile başlayan yarı açık kambiyo rejimi 1989 yılına kadar sürmüştür. 11 Ağustos 1989 tarihinde yürürlüğe giren “1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu’na ilişkin 32 Sayılı Karar” ise Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu’yla ilgili olarak kur rejiminde liberalizasyona gidilmesinde en önemli adımlardan biri olarak kabul edilmektedir. 32 Sayılı Kararın, finans sektörünün temelini oluşturmasıyla, Türk sermaye piyasasının dünya finans piyasaları ile entegrasyonu sağlanmıştır (Turgut, 2006, s.178).

Bu kararname ve ilgili düzenlemelerle sermaye hareketleri tamamen liberalleştirilmiş ve konvertibiliteye yönelik en önemli adımlar da atılmıştır. 32 No’lu kararnameyle getirilen temel düzenlemeler şöyledir (TCMB, 2002, s.17):

- Türkiye’de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumlarından hiçbir sınırlama olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurmaları için herhangi bir kısıtlamaya maruz değildirlirler.
- Türkiye’de yerleşik kişiler, Türkiye’de yerleşik olmayan kişilere verdikleri her türlü hizmet karşılığında aldıkları dövizleri ülke içine getirebilirler.

<sup>2</sup> Gresham Kanunu, çift metal sisteminin geçerli olduğu durumda (*bimetalizm*) altın ve gümüş arasında belirlenmiş olan resmi parite piyasa oranına eşit olmadığı veya bimetalist ülkeler arasında farklı oranlar uygulandığında, piyasa fiyatı yüksek olan metalin (altının) piyasadan çekilmesi (gömülenmesi veya ülke dışına kaçması) ve tedavülde sadece fiyatı düşük olan metalin (gümüşün) kalması, kısaca kötü paranın iyi parayı koymasüdür.

- Yurtdışında yerleşik kişilerin İMKB’de kote edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu izniyle çıkarılmış her türlü menkul kıymeti alma ve satmaları serbesttir. Türkiye’de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları vasıtasıyla yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri;
- Merkez Bankası tarafından alım-satımı yapılan yabancı para birimleri cinsinden hazine bonosu ve devlet tahvili satın alıp satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurtdışına transfer etmeleri serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin, yurtdışında menkul kıymet çıkarmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları serbesttir.
- Yabancı sermayenin satışından ya da tasfiyesinden doğan gelirler bankalar ya da özel finans kurumları aracılığıyla ülke dışına transfer edilebilir.
- Yurtdışından döviz kredisi almak serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışından menkul kıymet getirmeleri ve yanlarında yurtdışına çıkarmaları serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin Türk lirası hesap açtırmaları ve bu hesaplara ilişkin anapara ve faizleri Türk lirası ya da döviz olarak transfer ettirmeleri serbesttir.
- Gayrimenkul satışları üzerindeki yasak kaldırılmıştır ve bu satıştan elde edilen gelirin transfer ettirilmesi serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin döviz almaları ve transfer ettirmeleri ve yurtdışına Türk lirası göndermeleri serbesttir.
- Bankalar ve özel finans kurumları ithalat, ihracat ve görünmez transferler dışında 500.000 ABD \$’ı ya da eşdeğeri döviz tutarını aşan transferleri bildirmekle yükümlüdürler.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında temsilcilik ve irtibat büroları vb. açmaları serbesttir.

32 Sayılı Karar kamuoyuna sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması biçiminde yansımışsa da esas olarak konvertibiliteye geçişin büyük adımı, daha açık bir anlatımla “adı konulmamış tam konvertibilite” kararı sayılabilir (Kepenek ve Yentürk, 2005, s.322).

32 sayılı Kararın hayata geçirilmesiyle 1989 yılından itibaren Türkiye mali bakımdan dünyanın en liberal ülkelerinden biri olmuştur (Arın, 2003, s.578).

Bu sürecin sonunda 1990 yılının başlarında IMF kendi ölçütlerine göre TL'yi konvertibilitelere geçmiş olarak kabul etmiştir (Boratav, 2003, s.179).

Sermaye hareketlerinin liberalizasyonunun önemi salt tarihsel gelişmeden kopmayı ifade etmesinden kaynaklanmamaktadır. Bunun dışında sermaye hareketlerinin tam liberalizasyonu, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de spekülasyon ve istikrarsızlık boyutlarını büyütüştür. Özellikle kamu otoritesi bu tür uluslar arası para hareketlerinin kamu finansmanı için yararlanma yoluna yönelince bu spekülasyon ve istikrarsızlık eğilimi potansiyel olmaktan çıkıp fiili olgular haline gelmekte ve ekonomiyi çok boyutlu bir kriz ortamına sürüklemektedir (Berksoy, 1995 ,s.610).

Nitekim iç ve dış finansal liberalizasyon düzenlemelerinin hayata geçirilmesinden sonra kambiyo kontrollerinin kaldırılarak sermaye hareketlerinin bütünüyle denetim dışı bırakıldığı 1989-1993 dönemi, 1994 finansal (döviz) krizi ile sonuçlanmıştır (Yeldan, 2004, s.84).

Güçlü bir liberalleşme hareketi ile dışa açılmış ve hızla büyümekte olan ekonominin ilk tökezleyişi 1994 yılında gerçekleşmiştir. Yurtdışından ülkeye TL değer kaybı ve yüksek TL faizi arbitrajından faydalanmak üzere hızlı bir yabancı sermaye girişi başlamış; 1990-1993 yılları arasında ülkeye 23 Milyar \$'a ulaşan bir özel sermaye girişi olmuştur. Bu sermaye girişi sabit sermaye ya da portföy yatırımları ile değil bankacılık sektörü ve özel sektör üzerinden gerçekleşmiştir. Bu dönemde para politikası ve döviz kuru rejimi ödemeler dengesi kaynaklı bir döviz krizinin önlenmesini amaçlıyordu, ama, hızlı sermaye girişinin sağladığı finansman desteğiyle ekonominin hızla büyümeye başlaması sonucunda cari denge açığı da hızla artıyordu. Öte yandan bu dönemde yüksek sermaye girişine rağmen Merkez Bankasının rezervleri 1990 yılında 5 Milyar \$'ın altındayken 1993 yılı ortasında ancak 7 Milyar \$'ın üzerine yükselebilmştir (Özel, 2005, s.153).

Bu dönemde hükümet kısa dönemli iktisat politikaları açısından en önemli amacının faiz oranlarını düşürmek olduğunu açıkça ifade etmeye başlamıştır. Bunun üzerine Ocak 1994'te kredi derecelendirme kuruluşu Moody's Türkiye'nin kredi notunu Baa3'ten Ba1'e indirmiştir. Bu olaydan kısa bir süre sonra bir diğer kredi derecelendirme kuruluşu olan Standard & Poors ise Türkiye'nin kredi notunu BBB'den BBB-'ye düşürmüştür. Her iki kuruluşta yatırımcılara olumsuz sinyaller vererek kısa dönemli sermaye çıkışına yol açan bir güven kaybına neden olmuşlardır.

Öte yandan faiz oranlarının düşürüleceğinin açıklanması devalüasyon beklentilerini artırarak döviz talebini kamçulamıştır. Bu gelişmeler döviz kurunda yüksek oranlı dalgalanmayı beraberinde getirmiştir. Ocak 1994'te döviz kuru 19,000 TL/\$ düzeyindedir. Yabancı paraya olan talebi karşılamak amacıyla yapılan büyük müdahale sonrasında, Merkez Bankası'nın başlangıçta 7 Milyar \$ olan uluslararası rezervleri Nisan 1994'te 3 Milyar \$'a düşmüştür. Bu büyük müdahaleye rağmen devalüasyon kaçınılmaz hale gelmiş ve döviz kuru Nisan 1994'te 38,000 TL/\$ olmuştur (Yentürk, 2005, s.143-144; Kepenek ve Yentürk, 2005, s.581).

5 Nisan 1994'te hükümet temel göstergeleri düzeltmek amacıyla harcamalarda büyük miktarda kesintiyi ve refah vergisinin konulmasını içeren yeni bir istikrar paketi açıklamıştır. Yabancı paraya hücumu sınırlamak ve hükümetin kısa dönemli iç borçlanmasına fon sağlamak amacıyla Hazine Mayıs ayında %400 faiz oranı önermek zorunda kalmıştır. Özetle temel göstergeleri düzeltmeksizin faiz oranlarının düşürülmeye çalışılması faiz oranlarında bir sıçramaya neden olmuştur (Yentürk, 2005, s.145).

Finansal liberalizasyon politikalarının hayata geçirilmesinden sonra yaşanan sermaye akımları, başta döviz kuru olmak üzere ekonominin diğer makroekonomik göstergeleri üzerinde istikrarsızlık yaratarak ülkeyi finansal şoklara karşı kırılgan hale getirmiştir.

### **3.2.3. Finansal Kriz ve Sonrası Dönem (2000-2007)**

Türkiye ekonomisi 1994'te yaşadığı finansal krizi 5 Nisan kararlarıyla kısa dönemde atlatmış olsa da, finansal liberalizasyondan sonra spekülasyon sermaye hareketlerine dayalı krizlerden ve istikrarsız makroekonomik ortamdan yakasını kurtaramamıştır. Ekonominin yapısal sorunlarını ciddi yapısal reformlarla çözmek yerine günü kurtaran anlık politikalar uygulanmış, sonuçta ekonomideki kırılganlık giderilememiştir. Yine 1990'lı yıllar boyunca kronik enflasyona bir çare bulunamamış ve ekonomik birimler adeta enflasyonla yaşamaya alışmışlardır. Bununla beraber 1995 yılına kadar artışı yavaşlayan "dolarizasyon" olgusu 1996 yılında artan bir şekilde ortaya çıkmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2005, s.586).

1990'ların ikinci yarısında da genel ekonomik performans, ödemeler dengesi sermaye hesabındaki değişimlere, diğer bir deyişle net sermaye girişinin artmasına veya azalmasına bağımlı bir seyir izlemiştir (Celasun, 2002, s.8).

Türkiye ekonomisi 1990'lı yılları giderek sıklaşan aralıklarda yaşadığı bir kriz süreci içinde geçirmiştir. Bu on yıl boyunca 1994'de 5 Nisan Kararları, 1998'de 'IMF Yakından İzleme Programı' gibi kısmi istikrar programları uygulamaya konulmuş olsa da, bunların kalıcı bir başarısı olamamış ve ulusal ekonomi 1998 Asya ve Rusya krizlerinden de olumsuz yönde etkilenerek, ağır bir daralma içine itilmiştir (Yeldan, 2004, s.159).

1998 yılında Türkiye artık IMF, Dünya Bankası, Dünya Ticaret Örgütü ve uluslararası finans ve derecelendirme kuruluşlarının denetim ve gözetiminde ekonomik ve siyasal kurumlarını Neo-Liberal koşullandırmaların biçimlendirmesini kabullenmiş ve uluslararası işbölümünde kendisine biçilen yeni rolü üstlenmiştir. Bu rolün ana özellikleri şu şekilde özetlenebilir (BSB, 2006, s.2):

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

Bu bağlamda, öncelikle yüksek enflasyon olgusunu ortadan kaldırmak amacıyla Aralık 1999 tarihinde IMF'ye bir niyet mektubu gönderilmiştir. Merkez bankası ve IMF önderliğinde hazırlanan kapsamlı bir stabilizasyon programı ile ekonomi yönetimi 2000 yılına iddialı başlamıştır. "Türkiye'nin Enflasyonla Mücadele Programı" olarak adlandırılan bu programın geniş kapsamlı, güçlü, iddialı, cesur, yaratıcı, teknik açıdan mükemmel ve her şeyden önce başarılabilir olduğu belirtilmekteydi. IMF 2000-2002 yılları arasında uygulanacak programı 4 Milyar \$ ile desteklemiştir (Özel, 2005, s.161).

Enflasyonla Mücadele Programı çerçevesinde 2000 yılı enflasyonunu (12 aylık TÜFE enflasyonu) Aralık 2000 sonu itibariyle %25'e, TEFE enflasyonunu %20'ye; TEFE ve TÜFE enflasyonunu 2001 yılı sonunda %10-12'ye ve 2002 yılı sonunda da tek haneye düşürmek hedeflenmekteydi. Program genel olarak sıkı mali disiplin, döviz kuru çıpası ve yapısal reformlar olmak üzere üç kısımdan oluşmaktaydı. Sıkı mali disiplin

amacına yönelik olarak kamu kesimi performansını ölçmek amacıyla konsolide bütçe dengesi ile yetinmeyerek kamunun diğer harcama kalemleri de denetim altına alınmıştır.

Bu amaçla, kamu kesimi temel dengesi kavramı geliştirilmiştir. Kamu kesimi temel dengesi, merkezi bütçe, bütçe dışı fonlar, yerel yönetimler, finans sektörü dışında faaliyet gösteren kamu teşebbüsleri, Merkez Bankası ve kamu bankalarının görev zararlarını kapsamaktadır. Bu tanıma göre program 1999 yılı itibariyle ulusal gelire oranla %2,8 açık veren kamu kesimi temel dengesini 2000 yılı için GSMH'nin yaklaşık %1,5 olarak tahmin edilen deprem harcamaları hariç tutulursa, GSMH'nin %3,7 seviyesinde bir fazlaya yükseltmeyi hedeflemektedir. Böylece programda kamu kesimi temel dengesi büyüklüğü 1999'dan 2000'e GSMH'ye oran olarak toplam %6,5'e varan bir yeniden yapılanma hedeflemiştir (Yeldan, 2004, s.163).

Öte yandan döviz kuru çıpası ile de döviz fiyatındaki artışın enflasyon hızının altında kalması sağlanacak, böylelikle döviz fiyatındaki istikrar bir yandan dış sermaye girişini pompalarken, bir yandan da enflasyon hızını aşağı çekecektir (Kazgan, 2005, s.239).

Bununla beraber program döviz kuru çıpasının ticaret dengesi üzerindeki olası olumsuz etkilerini ve spekülasyonlara karşı dayanamayacağını öngörerek aşamalı artan bir dalgalanma marjı planlamıştır. Buna göre öncelikle 1 \$ + 0,77 Euro'dan oluşan bir sepet yaratılmış ve bu sepetin günlük aşınması 2000 yılı sonuna dek Merkez Bankası'nca belirlenerek %20 oranında değer yitirmesi planlanmıştır. Kur sepeti 2001'e kadar sabit ölçüde değer yitirdikten sonra merkez parite etrafında simetrik olarak genişleyen bir bant uygulamasına geçilecektir. Bu bant her yıl bir ucundan diğer ucuna %15 puanlık bir oranda genişleyecek ve bantın toplam genişliği Aralık 2001 sonunda %7,5'e, Haziran 2002'de %15'e, Aralık 2002'de de %22,5'e çıkartılacaktır (Yeldan, 2004, s.166-167).

Anlaşılabacağı üzere, bu kur rejiminin seçilmesinin nedeni TL değer kaybının yavaşlamasıyla enflasyonun dizginlenmesiydi. Bu döneme kadar enflasyonu takip eden döviz kurlarındaki artış kontrol edilerek artık enflasyonun yavaşlatılan döviz kuru artışını takip edeceği ümit edilmekteydi. Bir anlamda 2000 yılından önce Merkez Bankası için dış ticaret dengesindeki bozulmanın önlenmesi, enflasyonun düşürülmesine göre daha öncelikli bir hedefken yeni programla bu öncelik yer değiştirmiş; enflasyonu düşürme çabası en önemli hedef haline gelmiş ve ödemeler dengesinin sağlığı ikinci plana bırakılmıştır (Özel, 2005, s.163).

Programın makroekonomik istikrar boyutu, enflasyonda şok nitelikli bir düşüş öngörmekteydi, öyle ki, 2002 sonunda tek haneli bir rakama inmiş olacaktı. Bu nedenle para tabanındaki genişleme para kurulu sistemini andırır biçimde ancak TCMB'nin net dış varlık artışına inhisar edecek, net iç varlıkları Aralık 1999'daki düzeyde dondurulacak; sadece bunun  $\pm$  %5'i kadar değiştirebilecekti. Böylece para talebindeki artış faiz hadlerini artırırken, dışarıdan sermaye girişi ülkenin likidite ihtiyacını karşılayabilecekti. Öte yandan girişlerin etkisiyle faiz hadleri düşüyorsa bu kez sermaye geri dönecek böylece mali piyasalar dengelenecekti (Kazgan, 2005, s.239).

IMF'nin bu sistemi tercih etmesinin iki nedeni vardı. En başta gelişmekte olan ülkelerdeki politikacılara güvenemiyordu. 1980'lerde Latin Amerika ülkelerinde bolca görülen hiperenflasyonlar, bütçe harcamaları için hükümetlerin Merkez Bankası'ndaki para makinelerini çalıştırarak ucuz para bulmaları nedeniyle ortaya çıkmışlardı. Otomatik pilot mekanizması, karşılığında döviz girişi olmadıkça para basılmasını engelleyecekti. Hükümet TL ihtiyacı için ancak iç piyasadan borçlanabilecek ya da yurtdışından döviz borçlanarak Merkez Bankası'na satacaktı. İkinci önemli neden de merkez bankalarının hükümetlere çok bağımlı olmaları ve yönetimlerin de yetersiz olmalarıydı. Otomatik pilot uygulaması bu güvensizlik sorununu da çözecekti (Özel, 2005, s.164).

Uygulamaya konulan dezenflasyon programı Merkez Bankası'nı pasif bir konuma itmekteydi. Bununla beraber piyasalarda olumlu havanın sürdüğü durumlarda para kurulu gereği Merkez Bankası'nın aktif müdahalesine de gerek kalmıyordu. Fakat programın açmazlarından birisi de, piyasalardaki olumlu koşulların tersine dönmesi sonucunda olabilecekleri hesaba katmamış olmasıydı. Programın uygulamaya konulmasının ardında yılın ilk 8 ayı sorunsuz geçmiş; ülkeye 10 Milyar \$'dan fazla sermaye girişi olmuş ve bu arada cari işlemler açığı da 7 Milyar \$'a varmıştır. Enflasyon yılın başında (TEFE) %66,7'den 3. çeyrekte %48,4'e düşmüştür. Bu sınırlı düşüş TL'nin aşırı değerlenmesini de birlikte getirmiş, cari işlemler açığı denetlenemez hale gelmiştir.

R. Dornbusch başta olmak üzere, pek çok yerli yabancı iktisatçı döviz çıpasına dayalı istikrar programlarının kriz nedeni olabileceğini özenle belirtiyorlardı. 2000 yılının bir diğer önemli olayı da faiz hadlerindeki hızlı düşüş olmuştur. Sonbahara girerken TL'deki aşırı değerlenmeye rağmen sıcak paranın getirisi %2'nin altına düşmeye başlamıştır. Ayrıca cari işlemler açığının büyümesi devalüasyon beklentisi

yaratıyor, bu da giren sermaye açısından getirisi düşerken kayıp rizikosunu büyütmekteydi (Kazgan, 2005, s.239-240).

Öte yandan küresel faizler de hareketlenmeye başlamıştır. Rusya krizi sırasında %4,75'e kadar gerileyen ABD Dolarının gecelik faizi yükselmeye başlamış ve 2000 yılı ortasında %6,5'e kadar çıkmıştır. Küresel faizlerin yükselmesi, Türkiye'nin döviz fonlama faizlerinin de büyük olasılıkla yükselmesi ve yabancı yatırımcıların Türkiye'ye olan ilgilerinin zayıflaması demektir. Bu da para kurulu ilkeleriyle para politikasını yönlendiren Türkiye'de TL likiditesinin azalması ve TL faizlerinin yükselmesi anlamına gelecektir. Hızla yükselmekte olan cari işlemler dengesi açığı ve bunun ağırlıklı olarak açık döviz pozisyonlarını hızla büyütmekte olan bankacılık sistemi üzerinden fonlanıyor olması, ekonomiyi yurtdışındaki bu gelişmelere daha hassas hale getirmekteydi (Özel, 2005, s.171).

Program uygulamaya konulduktan sonra enflasyonda iniş beklendiği kadar hızlı olmamıştır. Reel kur değerlenme eğilimine girmiş, ithalatın hızla artmasıyla dış açık kaygı verici boyutlarda büyümeye başlamıştır. Sıkı maliye politikasına rağmen programın yapısal önlemlerinde beklenen hız sağlanamayınca, programın kredibilitesinde azalma ve iç borçlanma faizlerinde yükselme başlamıştır (Celasun, 2002, s.15).

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

Kısaca özetlemek gerekirse, Türkiye 2000 yılının sonbaharında %27'lere ulaşmış TÜFE enflasyonu, GSMH'nin %4'ünü geçmiş cari işlemler açığıyla, artan ithalat giderleri ve dış borçlarla, azalan ihracat gelirlerine karşılık yabancı sermaye girişinin sağlanamadığı bir konum olup, devalüasyon beklentisi artmıştır. Sonuçta yabancı fon yöneticileri yatırımlarını tasfiye etmeye başlamış ve kredileri kesmişlerdir. Böylece yaklaşık 4 milyar 800 milyon \$'lık portföy yatırımı ülkeden çıkmıştır, devalüasyon

beklentisi içindeki bankalar açık pozisyonlarını kapatmak telaşıyla döviz taleplerini artırmışlardır ve piyasa da likidite sıkıntısı başlamıştır. Merkez Bankası artan likidite ihtiyacına karşılık, IMF programı çerçevesinde belirlenen döviz rezervlerini minimum seviyede tutmak ve parasal tabanı net dış varlıklardaki artış oranında yükseltmek hedefleri uyarınca piyasaya likidite vermemiştir. Döviz talebindeki artış, faiz oranları artırılarak frenlenmek istenmiştir. Faizlerin aşırı derecede yükselmesi sonucunda bünyesinde çok fazla DİBS bulunduran Demirbank'a el konulmuş ve TMSF'ye devredilmiştir (Güloğlu, 2001, s.6).

Likidite sıkıntısı baş gösterdikten sonra iki gün direnen ve uygulanan programın gereği olarak karşılığında döviz almadıkça bankalara TL olarak kredi vermeyen Merkez Bankası, faizlerin hızla yükselmeye başladığını ve bunun temelde bir krize dönüşerek tüm bankacılık sistemini olumsuz etkileyeceğini idrak edince, net iç varlık limitini gevşeterek bankalara gerekli likiditeyi vermeye başlamıştır. Net iç varlık iki gün içinde hızla yükselmiş ve piyasa ihtiyacı olan likiditeye kavuşmuştur. Merkez Bankası IMF ile mutabakat içinde net iç varlık artışını gerçekleştirmiş; ancak 30 Kasım tarihinde yapılan basın duyurusuyla net iç varlık göstergesinin yeniden dondurulacağı ve gün sonu ekstra repo yapılmayacağı, sisteme ek likiditenin eskiden olduğu gibi sadece döviz karşılığında sağlanacağı açıklanmıştır (Özel, 2005, s.173).

Bu açıklama piyasaların tedirginliğini yeniden artırmıştır. Yaşanan Kasım çalkantısından sonra Merkez Bankası'nın hiçbir şey olmamış gibi programa sıkı sıkıya bağlı kalacağını açıklaması ülkeyi tekrar benzer bir krize açık hale getirmiştir. Bu dönemde yaşanan ilginç gelişmelerden birisi de IMF'nin döviz atağı olarak nitelediği bu çalkantıdan sonra, 4 Aralık 2000'de hükümete programdan vazgeçmesi için talepte bulunmuş olmasıdır. Bunun nedeni ise, IMF'nin döviz atağı olduğu için rezervlerin tükenebileceği kanısına varmış olmasıdır. Ancak Hükümet programdan vazgeçme kararını almamıştır (Yentürk ve Kepenek, 2005, s.593).

Kasım çalkantısında TMSF'ye devredilen Demirbank rastgele bir banka olmayıp, 2000 yılında yapılan DİBS ihraçlarının yaklaşık %15'ini aldığı ve toplam DİBS stokunun yaklaşık %10'unu taşıdığı tahmin ediliyordu. Bu büyük DİBS stokunu taşımak için ise kısa vadeli dış ve iç borçlanma yapıyordu. Örneğin, pasif toplamı içinde vadeli mevduatın oranının ancak %1 dolayında olduğu tahmin ediliyordu. Bu durumun ortaya çıkmasıyla Demirbank için öncelikle dış borçlanma kanalları tıkanmıştır. Ardından iç borçlanma kanalları da tıkanıp ve taşıdığı DİBS stokuna rağmen Demirbank

diğer yerli bankalardan borç alamamıştır. Sonuçta Demirbank zorunlu olarak DİBS stokunun bir bölümünü satmak istemiştir. Ardından fiyatlar düşmeye, faizler artmaya başlamıştır. Diğer yandan, kısa vadeli borç oranı yüksek olan kamu bankaları da kısa vadeli borçlanmayı sürdürmek zorunda olduklarından faizler üzerinde ek bir baskı oluşmuştur (Uygur, 2001, s.17).

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

Demirbank'ın ardından diğer bankalara el konulacağı beklentisi paniğe yol açmış ve 22 Kasım'da bankalar arası piyasalarda ortalama gecelik faiz %110,8'e çıkmış ve en yüksek değer olarak da %210'a ulaşmıştır. 15 Kasımda 13256 olan IMKB 100 endeksi sürekli azalarak 4 Aralıkta 7329 puana gerilemiştir. Panik havasını dağıtmak isteyen Merkez Bankası, sonuçta piyasaya para sürmek zorunda kalmıştır. 17 Kasım 2000 tarihinde 24 milyar 433 milyon \$ olan Merkez Bankası brüt döviz rezervi 1 Aralıkta 18 milyar 942 milyon \$'a inmiştir. Kasım krizinin derinleşmesini IMF 'in 7,5 milyar \$ tutarında ek kredi vermesi ve halkın her şeye rağmen TL'den dövize geçmemesi önlemiştir. Kasım krizinden sonra, IMF'nin de uyarılarına rağmen kur çıpasına devam edilmiştir. IMF kredisi ek rezerv kolaylığı (*Supplemental Reserve Facility*) şeklinde verildiğinden vadesi çok kısa ve maliyeti yüksek olmuştur. Böylece kur çıpası yüksek bir maliyet ödenerek savunulmuştur (Güloğlu, 2001, s.6).

Kasım krizi aşıldı derken, tam üç ay sonra 19 Şubat 2001'de Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasındaki bir tartışma ikinci bir spekülasyon saldırısını başlatmış ve bu kez döviz krizi başlamıştır. 21 Şubat'ta bankalararası para piyasasında gecelik faiz %6200'e kadar çıkmış ve ortalama %4018,6 olmuştur. 16 Şubatta 27,94 milyar \$ olan Merkez Bankası döviz rezervi 23 Şubat'ta 22,58 milyar \$'a inmiş; rezerv kaybı 5,36 milyar \$ olmuştur. Kasım krizinde dövize saldırı yabancılarla sınırlı kalmış olmasına karşın,

Şubat krizinde yerlilerin de, özellikle bankaların, dövize saldırdığı görülmüştür. Döviz yapılan saldırıya dayanma gücü kalmayınca, TCMB 21 Şubat gecesi kurun dalgalanmaya bırakıldığını açıkladı. Kur artışı 10 gün içinde %40'a ulaştı. Kasım ayında yara alan enflasyonu düşürme programının da böylece sonu gelmiş oldu. Şubat ayındaki kriz artık bir döviz kriziydi ve ateşlenmesi farklı bir olayla da olabilirdi. Faizin neredeyse göklere çıkması da dövize olan talebi engelleyememiştir (Uygur, 2001, s.23).

Türkiye'de Şubat krizinden sonra 15 Mayıs 2001 tarihinde açıklanan ve 'Güçlü Ekonomiye Geçiş' (*GEG*) Programı olarak adlandırılan yeni bir program yürürlüğe girmiştir. Bu program ilk kez 14 Nisan 2001 de basına açıklanmış daha sonra 3 Mayıs 2001 tarihli niyet mektubuyla da yeniden biçimlendirilmiştir. Yeni programda sürdürülmekte olan döviz kuru çıpasına dayalı kur rejimi terk edilerek dalgalı kur rejimine geçilmesi kararlaştırılmıştır. Gerekli görüldüğü durumda piyasaya likidite verilmesi öngörülmüştür. *GEG* Programı ekonomideki yapısal sorunların önemini vurgulayarak, bu konuda reformlar yapılmasını hedeflemekteydi (Güloğlu, 2001, s.7).

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

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

İktisatçıların önemli bir bölümü IMF'nin 2000 yılında Türkiye'de uygulattığı programının katı yapısının 2001 krizinin patlak vermesi üzerinde belirleyici bir etki

yapmış olduğunu düşünmektedirler. Programın sıcak para giriş ve çıkışları karşısında parasal genişleme ve daralmaları otomatik hale getiren ögesi 2000 yılında ekonominin aşırı ısınması karşısında aciz kalmış, sermaye çıkışları başladığında da faizleri astronomik düzeylere sürükleyerek finansal çöküşü hızlandırmıştır. Enflasyonu aşağı çekmek amacıyla uygulanan döviz kuru çıpasının fiyat hareketleri üzerinde beklendiği ölçüde etkili olmaması da programın çökmesine katkı yapmıştır (Boratav, 2004, s.181).

Kamu bankalarında büyük artış gösteren görev zararı stokları bu bankalarda likidite riskini arttırırken, nakit iç borçların finansmanını ve çevrilmesini sağlayan özel bankaların bilançolarında kur ve faiz riskleri birikmiştir. 1994 krizinden sonra, TMSF kapsamındaki banka mevduatlarına sağlanan devlet güvencesi, bankacılık sektöründe ahlaki risk taşıyan davranışları teşvik etmiş ve (batık bankaların devralınması veya kurtarılması anlamında) devletin muhtemel mali yükümlülükleri (*contingent liabilities*) yeterli saydamlık kazanmadan büyümüştür. Uzun bir süre gereği duyulmasına ve gündemde olmasına rağmen, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) gecikmeli bir biçimde fiilen çalışmaya ancak 2000 Ağustos sonunda başlayabilmiştir. Devletin bütçe-dışında biriken mali riskleri ve yükümlülükleri krizden sonra yerine getirip resmî iç borca dönüşünce, bütçenin ağırlaşan faiz yükü devletin ekonomiyi yönlendirme kapasitesini bir süre felce uğratmıştır (Celasun, 2002, s.13).

2000-2001 krizlerinin maliyeti çok büyük olmuştur. BDDK'nın "Bankacılık Sektörünün Güçlendirilmesine Yönelik Çabalar ve İmar Bankası Olayı" başlıklı raporuna göre (BDDK, 2003) 2000-2001 bankacılık krizlerinin maliyeti 47,2 Milyar \$'la 2001 yılı millî gelirinin %32'sine ulaşmıştır. Söz konusu rakamın belirli bir kısmı kamu kaynaklı olarak meydana gelirken önemli bir kısmı özel bankalardan kaynaklanmıştır. Döneme ilişkin kamu bankalarının görev zararı olarak 19 Milyar \$, kamu bankalarına sermaye desteği olarak 2,9 Milyar \$ kaynak transferi yapılmıştır. Diğer taraftan TMSF'ye devredilen bankaların sorunlarının çözülmesi amacıyla 22,5 Milyar \$, özel banka sermayelerinin güçlendirilmesi için 2,8 Milyar \$'lık bir maliyet ortaya çıkmıştır (Miynat, 2007, s.79).

Gerek 1994 gerekse 2000-2001 krizleri benzer sinyaller vermiştir. Yaşanan krizlerde, ulusal parada yaşanan değerlenme, ithalatın uyarılmasına dayalı dış ticaret açığı, millî gelire oran olarak yükselen cari işlemler açığı ve spekülatif karakterli kontrolsüz sermaye hareketlerinin hacimce artışı krizlerde önemli rol oynamıştır. Her kriz sürecinin bitiminde yüksek oranlı devalüasyon, devalüasyona bağlı iç ve dış borç

miktarında artış ve ani sermaye çıkışına bağlı cari işlemler açığında daralma ve ardından toparlanma evreleri yaşanmıştır.

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

2003-2006 arasında Türkiye'ye yabancı kökenli sermaye girişi her yıl artış göstermiş ve 2006 ve 2007'de 55-57 milyar \$ düzeylerine ulaşmıştır. Yabancı kökenli sermaye girişleri yerleşiklerin sermaye çıkarmalarına, cari açığın finansmanına ve rezerv birikimine tahsis edilmektedir. "Net Hata/Noksan" kaleminin temsil ettiği kayıt dışı sermaye hareketleri ise yıllar arasında işaret değiştirmektedir. 2003-2005'te önemli boyutlarda kayıt dışı dış kaynak girişi; 2000-2001 ve 2006-2007'de ise toplam olarak 5,1 milyar \$'a ulaşan kayıtsız "sermaye kaçıışı" söz konusu olmuştur (BSB, 2008, s.130).

Tüm bu veriler yerleşik ve yerleşik olmayanlar tarafından gerçekleştirilen sermaye hareketlerinin cari işlemler açığı ve ödemeler bilançosu dengesizliklerinden bağımsızlaşarak otonom bir hal aldığına göstergesidir. Denetimsiz finansal liberalizasyona ek olarak spekülasyon karakterli yerli ve yabancı sermayeye arbitraj imkanı sunan iç ortam, sermaye hareketlerinin otonom hale gelmesinde büyük rol oynamıştır. Öte yandan, son yıllarda enerji ve petrol fiyatlarındaki yükselişler de cari işlemler dengesizliğine katkı sağlamaktadır. Sonuç olarak, finansmanı uluslararası ekonomik konjoktüre son derece duyarlı olan cari açık enerji fiyatlarındaki yüksek artışların da etkisiyle genişlemeye devam etmektedir. Uluslararası piyasalarda yatırımcıların risk algılamalarını ve yatırım tercihlerini tekrar gözden geçirmelerine yol açan küresel dalgalanmanın etkileri de henüz tam olarak netleşmemiştir.

Dolayısıyla, söz konusu dalgalanmanın gelişmiş ülkelerin ekonomik performansları üzerindeki etkisinin gecikmeli olarak ortaya çıkarak çeşitli kanallardan ülkemizi etkilemesi söz konusu olabileceğinden, cari açıktan kaynaklanan riskler önemini korumaktadır (TCMB, 2008, s.13).

### **3.2.4. 2008 ABD Mortgage Krizi ve Sonrası Dönem**

Türkiye'nin 24 Ocak Kararları ile başlayan ve 1990 yılında TL'nin konvertibilitesinin ilanı ile tamamlanan finansal liberalizasyon sürecinde makro ekonomik düzeydeki gelişimi incelendiğinde; Türkiye'nin GSYH'sı (1987 fiyatlarıyla) geride kalan 20 senede ancak 1 kat büyüyebilmiş ve 1989 yılında 76,498 milyar TL'den 2009 yılında 158,430 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu dönem içinde 1994 ve Kasım 2000-Şubat 2001 krizi olmak üzere ekonomide daralmaya neden olan iki büyük krize maruz kalmış, 1994, 1999 ve 2001 de GSYH sırasıyla %5,5, %4,7 ve %7,5 oranında azalmıştır. 1994 Şubat ayında bir önceki aya göre %274 oranında artan net sermaye girişleri, Nisan ayında yurtdışı kredilerde 1 milyar ABD Doları azalmanın etkisiyle önemli oranda düşerek; 502 milyon ABD Doları çıkışa dönmüştür. 2000 Kasım ayında ise yabancıların 4,8 milyar ABD Doları, Şubat 2001 ayında ise 3,3 milyar ABD Doları tutarında devlet bonosu ve hisse senetlerinde pozisyon kapatmaları, yaşanan krizlerin en önemli nedeni olmuştur.

Cari işlemler dengesi ise 1989 yılında 938 milyon ABD Doları fazla verirken; bu yıldan sonra 2010 yılına kadar sadece sermaye çıkışları olduğu dönemlerde fazla vermiştir. 2008 yılında 41,9 milyar ABD Doları düzeyinde gerçekleşen cari işlemler açığı, 2009 yılında ise 13,9 milyar ABD Dolarına gerilemiştir. Bu düşüş büyük oranda ithalat talebinde görülen hızlı daralmadan kaynaklanmıştır. Ayrıca petrol fiyatlarında 2008 yılına göre düşüş olması da enerji ithalatının maliyetini azaltmıştır. Türkiye'de kalıcı bir cari işlemler açık oluşması ve uluslararası yatırım pozisyonunun sürekli kötüleşmesi zaman içinde yurtdışına artan miktarlarda faktör ödemesi (temettü ve faiz gibi) yapmak zorunda kalmasına neden olmaktadır. Daha kısa vadede ise cari açık ülke ekonomisi için kaygı verici bir kırılma kaynağı haline gelmiştir. Çünkü cari açığın finansmanı ülkeyi dış finansmana ve yabancı yatırımcıların tercihlerine bağlı kılmıştır. Bu dış sermaye bağımlılığı nedeniyle, ani sermaye çıkışları durumunda, iç talep sert bir şekilde daralırken, para birimi hızla değer kaybetmektedir.

Finansal liberalizasyon sürecinin İMKB Hisse Senedi Piyasası'na yansımaları, yabancı yatırımcı payının artışı olmuştur. 2002 yılından önce %40'ın altında olan yabancı yatırımcı payı, 2007 yılı sonunda %72'yi bulmuş, 2008 yılından itibaren ise %67 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'de ortaya çıkan bir diğer değişim ise tasarruf eğiliminin düşmesidir. Diğer bir ifade ile tüketim-tasarruf tercihi tüketim lehine değişmektedir. 1998 yılından bu yana toplam tasarruflar aşağı doğru bir trend çizirken, enflasyona göre düzeltilmiş özel birikimler 1998- 2004 döneminde GSYH'nin %17,3'u düzeyinde seyrederken, 2005-2006'da sert şekilde düşerek %10'lara gerilemiştir. 2007 yılında bu oran GSYH'nin %11,4'üne yükselmiştir. 2005 yılından itibaren özel tasarruflardaki düşüşün temel nedeninin, ekonomide kredi olanaklarının artışı olduğu düşünülmektedir. Özel ve kamu tasarruflarının birbirlerinin neredeyse aynada görülen yansımaları olduğu da dikkat çekici bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Kamu tasarrufları 2003 yılından itibaren artış gösterirken; özel tasarruflar aynı dönemde düşüşe geçmiştir (Van Rijckeghem ve Üçer, 2009).

Makro ekonomik düzeyde açıklanan eğilimlerin yanı sıra ekonomik aktörlerin davranışlarında üç temel eğilimden söz etmek mümkündür. Bunlar, yatırım tercihlerinin finansal araçlar lehine değişmesi, kambiyo rejimindeki liberalizasyon ile ekonomide yabancı para kullanımının giderek artması ve dış finansal liberalizasyon sürecinin tamamlanmasıyla birlikte 1990 yılından itibaren kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomide yarattığı borç artışlarıdır.

Tüm bu değişimlerle birlikte, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren ABD finans piyasalarında başlayıp, dünya geneline yayılan küresel kriz ile karşı karşıya kalınmıştır. 9 Ağustos 2007 tarihinde Fransız Bankası BNP Paribas sahip olduğu üç fonan yapılacak para çekme işlemlerini askıya almış ve 21. yüzyılın ilk büyük finans krizi başlamıştır. Amerika'nın beş büyük yatırım bankasından olan Lehman Brother'ın iflas etmesiyle küresel bir nitelik kazanan son krizin en önemli özelliği pek çok krizde görülen olayların bir arada gerçekleşmesi olmuştur. Son küresel krizde; gayrimenkul balonunun 1980'lerin sonunda Japonya'da gerçekleşenle kıyaslanabilir bir tarzda patlaması, 1930'ların başında gerçekleşenle kıyaslanabilir bir banka hücumunun yaşanması, ABD'de yine Japonya'dakine benzeyen bir likidite tuzağı ve son olarak uluslararası sermaye hareketlerinin kesintiye uğraması. Son küresel krizin neo-liberal politikaların bir sonucu olduğu düşünülmektedir (Sapir, 2008).

Türkiye'nin küresel krizden etkilenmesi ise diğer yaşanan krizlerden oldukça farklı alanlarda gerçekleşmiştir. 1994 ve 2001 krizlerinde ortaya çıkan aşırı faiz, kur dalgalanmaları ve Merkez Bankası rezervlerde azalma görülmemiştir. Bunun temel nedeni kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerinde ani ve sürekli bir çıkışın meydana gelmemesidir. Krizin ilk küresel piyasalara yayıldığı Eylül 2008 ayından sonra kısa süreli bir çıkış olmuş ancak uzun süre devam etmemiştir. Ancak net sermaye hareketlerinde 2009 yılında %85 oranında düşüş olmuştur. Bu düşüşün etkisinin ise cari açığa daralma neticesinde dış finansman ihtiyacının azalması ile telafi edildiği düşünülmektedir. Krizin etkileri ilk olarak ihraç mallara olan talebin düşmesi olmuştur. Bu durum diğer yaşanan krizlerde görülmeyen bir etkidir. Küresel ekonominin küçülmesi, gelir düzeyini düşürmüş sonuçta ihraç mallara olan talep önemli ölçüde azalmıştır.

Diğer bir etki ise dış kredi imkânlarının daralmasıdır. Üçüncü bölümde sözü edilen dış borç stoku özellikle finans dışı kesim açısından önemlidir. Nitekim bu kesimde döviz açığı önemli seviyelere ulaşmıştır. Tüm bu etkiler neticesinde 2009 yılında ekonomi %4,7 oranında küçülmüş ve işsizlik %14 seviyesine yükselmiştir (Özatalay, 2009, s.120).

1990'lı yıllara ivme kazanan ulusal ve uluslararası finansal piyasaların entegrasyonu süreci, finansal kriz olgusunu da beraberinde getirmiştir. Dünyada yaşanan ekonomik krizler incelendiğinde, iki önemli gelişmenin krizlerde başrol oynadığı görülmektedir. Bunların ilki daha çok gelişmiş ülkelerdeki krizlere neden olan "balon ekonomi"si, diğer ise gelişmekte olan ülke krizlerinde başı çeken uluslararası sermaye hareketleri. Uluslararası sermaye hareketlerinin krizlere neden olan iki önemli etkisi bulunmaktadır. Bunlardan ilki ülkeye olan spekülasyon saldırıları diğeri ise yarattığı likidite bolluğu neticesinde ülkedeki ekonomik aktörlerin davranışlarındaki değişim. Dolayısıyla sermaye hareketlerinin liberalleşmesinin krize yol açan tek başına en önemli etken olduğu düşünülmektedir (Stiglitz, 2002, s.121).

Hedge fonların neden olduğu spekülasyon saldırıları esas itibarıyla sermaye hareketlerinin liberalizasyonu ile gerçekleştirilen finansal liberalizasyon sonucunda ortaya çıkan bir olgudur. Dünyada hareket halindeki sermayenin yaklaşık olarak %25'ini oluşturan hedge fonlar bir yandan yatırımcılarına yüksek kazanç olanağı sunarken; bir yandan da sermaye hareketlerinin ani yön değiştirmesinde etkili olmakta ve önemli bir tehdit unsuru olarak görülmektedir. Dolayısıyla, hedge fonlar olarak

adlandırılan özel yatırım fonlarının finansal liberalizasyon sonrası ülkelerde bazı istikrarsızlıklara neden olarak krizlerde rol oynadıkları düşünülmektedir. Bu fonlar kesin getiriyi sağlayabilmek için atılğan stratejiler uygulamaktadır. Bu özellikleri ile hedge fonlar özel, değişken ve açık uçlu bir yatırım ortaklığı olarak da tanımlanabilmektedir (Chambers, 2008).

Tayland ve Rusya’da spekülâtif saldırıların krizin en önemli sebebi olduğu bilinmektedir. Bu ülkelerde yaşanan sermaye çıkışları devalüasyon beklentisi ile başlayan bir süreç olarak ortaya çıkmakla birlikte aslında spekülâtif sermaye kazançlarının artışına hizmet eden bir durumdur.

Sermaye çıkışıyla birlikte, devletin rezervlerindeki azalmanın karşılayamadığı yabancı para talebi, ulusal paranın değerinin düşmesine neden olurken, bir yandan da ülke içi faiz oranlarını yükseltmektedir. Bu durum ise spekülâtif sermaye için en uygun yatırım ortamını oluşturmakta ve tekrar yüksek kazanç kapıları açılmaktadır. Son küresel krizin ardından hedge fonlara karşı tepkiler büyümüş ve Avrupa Birliği Maliye Bakanları, İngiltere’nin yoğun tepkisine karşı 1 trilyon dolarlık hedge fon sektörüne yeni kısıtlamalar getirme konusunda uzlaşmıştır.

Yale Üniversitesi’nden mali piyasalar uzmanı R. Shiller, 2001 yılında yayımladığı *Irrational Exuberance* adlı kitabında; borsanın doğası gereği bir aşırılıktan diğerine koşan ve hiçbir şekilde ekonomiyi yansıtmayan bir faaliyet alanı olduğunu belirtmiştir. Benzer bir tespiti, Fransız iktisatçı A. Orléan, 1998’de yayımlanan *Le Pouvoir de la Finance* adlı kitabında, 1987 mali krizini incelerken dile getirmiştir. Shiller, 1970’lerde moda olan “piyasaların etkenliği” kuramının “iktisat tarihinin en dramatik hatalarından biri olduğunu” belirtmiştir. 1990’ların sonundan itibaren ABD’de konut piyasasında oluşan balonun da aynı şekilde gelecekte fiyatların artacağına dair abartılı beklentilerin yönettiği klasik bir spekülâtif balon olduğunu ve konut balonunda ortaya çıkan patlamanın ekonomide görülmedik büyüklükte olduğunu savunmuştur (Shiller, 2007).

ABD, mortgage kredilerini menkul kıymetleştirerek finansal sistemi tabana yaymış ve buradan elde edilen fonlarla birincil piyasada konut kredilerinin finansmanını ve sürekliliğini sağlamıştır. Ancak, özellikle denetim eksikliği nedeniyle konut kredilerinin kullanım amacı konut edinme yerine konut spekülâtorlüğüne dönüşmüş ve sistem aksamaya başlamıştır. Bu amaçla konut alanların genel ekonomik görünüme bağlı sebeplerle temerrüde düşmesi, kredi ödemelerinin kesilmesine, ardından bu

kredilere dayalı menkul kıymetlere ilişkin ödemelerin durmasına sebep olmuştur (Demir, vd.,2008).

### **3.2.4.1. ABD Mortgage Krizinin Türkiye Ekonomisine Yansımaları**

2008 yılının Eylül ayında önce ABD'de patlak veren, daha sonra tüm dünyaya yayılan küresel krizin temelinde çok büyük bir gayrimenkul ve kredi balonu yatmaktadır (Eğilmez, 2008, s.66).

Mortgage kredilerinin yapısının bozulması, faiz yapısının uyumsuzlaşması, gayrimenkul fiyatlarındaki balon artışlar, kredi türev piyasalarının genişlemesi ve kredi derecelendirme sürecindeki sorunlar küresel mali krizin nedenlerini oluşturmaktadır (ATSO, 2008, s.1).

Mortgage krizi olarak baş gösteren durum takip eden süreçte bir likidite krizine dönüşmüştür. Yatırımcıların düşük riskle yüksek kar elde etme isteği kolay ve düşük maliyetli kredi imkânlarına bağlı olarak tüketicilerin aşırı borçlanmasına ve kontrolsüz kredi genişlemesine neden olmuş ve sistemin risk durumu artmıştır (Coşkun ve Balatan, 2008, s.16).

Sistemin aşırı risk alınmasına izin vermesi bünyesinde barındırdın varlıkları doğru fiyatlandırmasını engellemiş ve şeffaflık konusunda önemli bir zafiyetin ortaya çıkmasına neden olmuştur (TEPAV, 2008, s.2).

Bununla birlikte paranın hiçbir altın ya da değerli madenin standardına bağlı olmaması yani paranın değerini belirleyecek bir standardın olmayışı oluşan belirsizlik ortamının bir türlü giderilememesine ve küresel piyasalarda güvenin bir türlü yerleşmemesine neden olmuştur (Yeldan, 2009, s.12).

Krizin GOÜ'ü de derinden etkilemesinin birçok nedeni vardır. Öncelikle sıcak paranın kaynağı olan ülkelerde sorunların ortaya çıkması GOÜ'in de etkileneceği korkusu ile sıcak paranın kaçışına yol açmıştır. Gelişmiş ülkelerde büyüme hızının düşmesi talebin de gerilemesine yol açınca GOÜ'de ithalat ve buna bağlı olarak dış ticaret gelirleri azalmaya başlamıştır ve sonuçta ekonomilerinin küçülmeye başlamasına neden olmuştur. 2008 küresel krizi daha önceki krizlerden farklı olarak tam anlamıyla küresel olup dünyadaki bütün ülkeleri etkilemiştir (Eğilmez, 2008, s.69).

ABD piyasalarında başlayan kriz kısa sürede küresel piyasalara yayılmıştır. Çünkü mortgage piyasaları sadece kredi veren ve kullanan arasındaki ilişkilerden oluşan

bir piyasa olmadığından tüm finansal sistem, artan faiz ve durgunluk karşısında dalgalanma eğilimine girmiş ve mortgage tahvilleri menkul kıymetleştirme yoluyla küresel piyasalarda sürekli el değiştiren tahviller olduğu için bu piyasalarda başlayan ve derinleşen kriz diğer piyasalara da yansımıştır (Şimşek ve Altay, 2009 s.17).

2008 yılında yaşanan küresel ekonomik krizden Türkiye de elbette ki etkilenmiştir. Ancak bu etkilenme Türkiye'yi diğer gelişmiş ülkelerde yaşanan kriz kadar derinden sarsmamıştır. Bunun sebebi, Türkiye'de Mortgage sektörünün henüz çok fazla derinleşmemiş olması ve Türkiye'de nispeten daha riske duyarlı bir yapının varlığıdır. Ayrıca son yaşanan kriz de bu sistemin işlerliğinin sorgulanmasını sağlamıştır. Mortgage krizinin Türkiye'de etkilediği sektörlerin başında inşaat ve konut sektörü gelmektedir.

### **3.3. Finansal Liberalizasyonun Türkiye'de Makro Değişkenler Üzerindeki Etkileri**

Finansal liberalizasyonun tam anlamıyla kuramsallaştırılması, 1950-1960'lı yıllarda kendini iyice göstermeye başlayan Parasalcı Okul diğer adıyla Chicago Okulu'ndan M. Friedman, Avusturya İktisat Okulu'ndan politik iktisatçı F. Hayek ve bu akademisyenlerin öğrencilerinin öncülüğünde gerçekleştirilmiştir (Dağdelen, 2004).

1929 krizi sonrası dönemin hâkim yaklaşımı olan Keynesçi politikaları eleştiren Friedman ve Hayek'in görüşleri 1970'li yılların başında yaşanan ekonomik kriz sonrası arayışlar neticesinde ilgi görmeye ve uygulanmaya başlamıştır. Diğer taraftan bu noktada McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'un finansal liberalizasyonu teknik detayları ile ortaya koyan iktisatçılardır. McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'in öncülüğünde temeli atılan finansal liberalizasyon teorisi, daha sonra Kapur, Galbis ve Mathieson gibi ekonomistlerce geliştirilmiştir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002).

Bu iktisatçılara göre, finansal liberalizasyon politikalarının esas amacı ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır. Bu süreç iki şekilde gerçekleşmektedir: Birinci olarak, faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla birlikte ekonomide tasarruflar artar ve kişiler gelirlerinin büyük bir kısmını finansal aktif biçiminde tutmaya başlarlar. Finansal aktif stokunun artması likidite ihtiyacının azalmasına yol açar ve yatırımlar için gerekli kredilerin bulunmasını kolaylaştırır. Faiz oranlarının artması müteşebbislerin yatırım talebini bir miktar olumsuz etkilese de, ekonomide ödünç verilebilir fonların miktarı artacağından yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme artar. Ancak mevduat faiz oranı, sermayenin marjinal verimlik oranını aşmamalıdır.

Şayet aşarsa, girişimciler yatırım yapmak yerine faiz geliri elde etmeyi tercih ederler. İkinci olarak finansal liberalizasyonla birlikte yatırımların finansmanı için, iç ve dış kredi bulma olanakları artar. Mevcut bankacılık sistemi, yatırılabilir kaynakların sadece bir kısmını yatırıma dönüştürse bile, tasarrufların yatırımlara kanalize edilmesinde büyük rol oynar. Finansal araçlar, gerçekleşme ihtimali yüksek yatırım projelerini bulup finanse ettiği sürece, bankacılık sisteminin gelişmesi ve rekabetin artmasıyla birlikte çoğalan ve daha verimli hale gelen aracı kurum faaliyetleri, getirisi çok yüksek projelerin finanse edilmesini sağlar. Sonuçta yatırımların ortalama verimliliği ve yatırım hacmi artarak ekonomik büyüme hızlanır. Neoliberal İktisatçılara göre, sermaye akımları sermaye yoğun gelişmiş ülkelere, sermayenin kıt faktör olduğu gelişmekte olan ülkelere doğrudur. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde sermayenin kârlılık oranı, gelişmiş ülkelere göre daha fazladır. Uluslararası sermaye akımlarının sebepleri, Portfolyo Dengesi Yaklaşımında da incelenmiştir. Portfolyo dengesi yaklaşımına göre, sermaye akımlarının temel nedeni, ulusal ve uluslararası aktifler arasındaki getiri farklılığıdır (Aklan, 2002).

### 3.3.1. Büyüme Üzerindeki Etkisi

Sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye katkısı ile ilgili yapılan çalışmalar açık bir sonuç vermemekle birlikte farklı türde sermaye hareketlerinin farklı etkileri olabileceğini göstermektedir.

Reisen ve Soto (2001) tüm sermaye hareketleri çeşitlerinin ekonomik büyüme üzerine etkisi incelenmiş; 1986-1997 tarihleri arasında 44 ülke verileriyle gerçekleştirilen çalışmada, sadece doğrudan sermaye hareketleri ve portföy yatırımları (hisse senedi üzerine) ile ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki gözlenmiştir. Bosworth ve Collins (1999) tarafından yapılan çalışmada da ise doğrudan sermaye yatırımlarının ve banka borçlanmalarının yurtiçi yatırım artışı ile pozitif ilişkili olduğu, portföy yatırımları arasındaki ilişkinin ise pozitif olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna varılmıştır. Yapılan çalışmaları özetlemek gerekirse; sermaye hareketleri ile büyüme pek çok çalışmada ilişki bulunamazken; pek çoğunda sermaye hareketleri çeşitlerine göre farklı etkilerin ortaya çıktığı saptanmıştır (Prasad, Wei, Köse, Rogoff, 2003).

Sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisi olmakla beraber, tersi bir durumda sermaye çıkışının yaşanması, ekonomik büyümeye olumsuz

yansımaktadır. Türkiye 1989 - 2000 yılları arasında bazı yıllarda %8 - 9 büyüme oranına ulaşmış olmakla birlikte, bu dönemin büyüme ortalaması %3,9 dur. Bunun nedeni, sermaye girişlerine özellikle Türkiye için portföy ve kısa vadeli hareketlere bağımlı olan büyüme sürecinin, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerindeki volatilité nedeniyle kesintiye uğramasıdır. Sermaye çıkışlarının olduğu zamanlarda beklentiler ve yatırım kararları olumsuz etkilenmekte, risk priminin artması nedeniyle, borçlanma olanakları azalan kamunun piyasada etkin olması, faiz oranlarını yukarı çekmektedir. Dolayısıyla tüm bu gelişmeler sonucunda yatırım ve tüketim azalmakta ve ekonomik daralma yaşanmaktadır (Cihangir, 2005).

Kula (2003) tarafından 1980-2000 yıllarına sarıh olarak yapılan ekonomik büyüme ve yabancı sermaye hareketleri arasındaki korelasyonun incelendiği çalışmada; Yang (2002) tarafından 9 ülke (Şili, Filipinler, Endonezya, Malezya, Tayland, Meksika, Kore, Brezilya, Arjantin) verileri ile yapılan çalışma ile karşılaştırma yapılarak aşağıdaki sonuçlara varılmıştır:

- Dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile ekonomik büyüme arasındaki korelasyon Şili ve Filipinler için negatif diğer ülkeler için Türkiye’de olduğu gibi pozitiftir. Ancak yalnızca Endonezya, Malezya örneğinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır.
- Finansal sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye baktığımızda 5 ülke için negatif, 4 ülke için ise pozitif korelasyon olduğu görülmektedir. Ancak elde edilen korelasyonlar bütün ülkeler için istatistiksel olarak anlamsızdır. Türkiye için hesaplanan korelasyon pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır (Kula, 2003).

Onur (2005) tarafında yapılan çalışmada ise; finansal kalkınma, finansal liberalizasyon ve açıklık değişkenlerinin GSMH üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla kurulan otoregresif modele göre, finansal liberalizasyon GSMH’yı %7 azaltmasına karşılık, finansal kalkınmanın %16 ve açıklığın %15 arttırdığı gözlenmiştir (Onur,2005).

İnsel ve Sungur (2003) çalışmasında da; uluslararası sermaye akımlarının Türkiye ekonomisinde büyümeyi olumlu ve kalıcı etkilediğini, dolayısıyla yaşam standardını yükseltmede olumlu etkilere sahip olduğunu söylemenin mümkün olmadığı belirtilerek;

- Doğrudan sermaye hareketlerinin, büyüme oranının yanı sıra; tüketimde, M2Y'de, mevduat bankaları bireysel, şirket, tüketici kredileri ve mevduat bankaları üç aylık vadeli mevduat faizi oranında artışa neden olduğu;
- Portföy yatırımları tüketim, özel ve toplam yatırımlar, ulusal tasarruflar, para arzı M2Y, Merkez Bankası parası, reel ve nominal kur artış oranları ve enflasyon oranları ile nedensellik ilişkilerine sahip bulunduğu,
- Kısa vadeli sermaye hareketleri, kamu sektörü nihai tüketimine, özel sektör sabit sermaye yatırımlarına, özel ve toplam imalat sanayi üretim artışına, cari açıklara, Merkez Bankası parasına, reel DİBS faiz oranı ve enflasyon oranı artışına neden olduğu tespit edilmiştir.

Analiz sonuçlarına göre incelenen dönemde (1989-1999) sadece doğrudan sermayenin ekonomik büyümeye neden olduğu, diğerleri ile büyüme oranı arasında nedensellik ilişkisinin bulunmadığı ve uzun dönemde sermaye hareketleri ile ekonomik göstergeler arasında kalıcı ilişkilerin olmadığı saptanmıştır (İnsel ve Sungur, 2000).

### 3.3.2. Reel Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi

Yoğun bir şekilde sermaye hareketlerine maruz kalan birçok Latin Amerika ülkesi gibi, Türkiye de reel döviz kuru değerlenmesi yaşamıştır. Sermaye girişlerinin yarattığı döviz arzı artışı, piyasadaki aynı döviz talebi karşısında, döviz kuru üzerinde baskı yaratmaktadır. Sermaye hareketlerinin döviz kuru etkisi döviz piyasalarının niteliğine bağlı olarak değişebilmektedir. Sabit kur sisteminde; arz fazlası merkez bankaları tarafından sistemden çekilerek ulusal rezervleri arttırırken; esnek ve dalgalı piyasalarda bu mekanizma ulusal paranın değerlenmesiyle sonuçlanmaktadır (Keskin, 2008).

Kısa vadede ulusal paranın değerlenmesi enflasyonu bastırıcı etki yaratırken; uzun vadede ciddi olumsuzlukları bünyesinde taşımaktadır. Ulusal paranın değerlenmesi ile sonuçlanan sermaye hareketleri ihracatı olumsuz etkileyerek; ithalata bağımlılığı arttırmakta; dış ticaret ve dolayısıyla cari işlemler dengesini de olumsuz etkilemektedir. 1989 yılında sermaye hareketlerinin liberalizasyonu ile, reel döviz kuru ani bir yükseliş göstermiş, bu yükseliş 1994 krizine kadar devam etmiştir. Yüksek enflasyonun devam etmesi ve kur çapasına dayalı yönlendirilen döviz kuru politikası, sermaye akımlarıyla beraber döviz kurunda değerlenmenin devam etmesine neden olmuştur. Özlale ve

Yeldan (2002), TL'nin 1989 yılı ve Mayıs 2002 arasında %18 değerlendiğini belirtmişlerdir.

Sermaye hareketlerine getirilen serbestiyle birlikte reel döviz kuru 1994 krizine kadar değerlenmiştir. 1994 yılında yaşanan krizden sonraki değer kaybından sonra, reel döviz kuru uzun bir dönem boyunca artmış, 2001 yılında ise yaklaşık %30 değer kaybetmiştir. Dolayısıyla kriz dönemleri hariç Türkiye'ye giren net sermaye akımlarının TL'yi gözle görülür bir şekilde değerlendirdiği rahatlıkla söylenebilir (Cihangir, 2005).

Sermaye hareketlerinin önemli bir hızla arttığı 2002 yılından itibaren ise reel döviz kurundaki artışın da hızlandığı görülmektedir. Nitekim Keskin (2008) tarafından 1992-2007 tarihleri arasında Türkiye'de reel döviz kuru ve sermaye hareketleri arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin araştırıldığı analiz sonuçlarına göre; portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin uzun dönemde TL'nin değerlenmesine neden olduğu belirlenmiştir. Türkiye'de 2002 yılından bu yana büyük ölçüde artış gösteren dış ticaret ve cari açığın nedenleri arasında ulusal paranın değerlemesi önemli bir yer tutmaktadır. Yaşanan 2001 krizinden sonra yüksek ekonomik büyümelerin sağlanması cari açığın nedenidir şeklindeki görüşü savunanların yanında kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerinde belirleyici olduğunu ve kurun gecikmeli olarak cari açığı belirlediği görüşü de savunulmaktadır.

Kasman, Turgutlu ve Konyalı (2005) yaptıkları çalışmada Türkiye'de bu iki değişkenden hangisinin cari açık üzerinde daha fazla etkili olduğunu araştırmışlar ve aşırı değerli TL'nin cari açık üzerindeki etkisinin ekonomik büyümeye göre daha fazla olduğunu tespit etmişlerdir. Erbaykal (2007) tarafından yapılan çalışmada da hem ekonomik büyüme hem de döviz kuru cari açığın birer nedeni olduğu belirlenmiştir (Erbaykal, 2007).

### **3.3.3. Faiz Oranları Üzerindeki Etkisi**

Finansal liberalizasyonun temellerini atan neoliberal öğretiye göre; sermaye hareketlerinin liberalizasyonu (dış finansal liberalizasyon) sonucunda tasarruflar sermaye darboğazı çeken ülkelere akacak, diğer bir deyişle ekonomik etkinliği geliştirerek büyüme ve istihdamı gerçekleştirmek için yurt içi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranını yükselterek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları çekilecektir. Bu süreç gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları uluslararası faiz oranına inene kadar devam edecektir (Durusoy, 2000).

Berument ve Dinçer (2005), VAR modeli ile sermaye akımlarının Türkiye'nin makro ekonomik performansına etkilerini analiz ettikleri çalışmalarında sermaye akımlarının kısa dönemde çıktı miktarını ve para arzını arttırıcı, fiyatları ve faiz oranlarını düşürücü etkisinin olduğu sonucuna varmışlardır. Altinkemer (1995), sermaye girişlerini Türkiye örneği ile incelediği çalışmasında, finansal liberalizasyon sonucunda gelişmekte olan ülkelerin sahip olduğu risklerden dolayı bu ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin kısa vadeli özellikler gösterdiğini belirlemiştir. Kısa vade de sermaye hareketlerinin makro ekonomik göstergeler ve faiz oranları üzerinde ise olumlu etkileri olmasına rağmen, uzun dönemde bu ülkelerde makro ekonomik dengelerin belirleyicilerinin kamu borçlanma gereği olmasından dolayı sermaye akımlarının faiz oranları üzerindeki etkisinin sınırlı olduğu sonucuna varmıştır.

Kaya (1998), sermaye hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin modellenmesi üzerine Türkiye örneği ile yaptığı çalışmasında, kısa vadeli sermaye hareketleri ile ülkelerin reel faiz farklılıkları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır.

### **3.3.4. Kamu Açıkları Üzerindeki Etkisi**

Sermaye akımları sıkı maliye politikası izleyemeyen kimi gelişmekte olan ülkelerde kamu kesimi tasarruf açıklarını daha da arttırıcı yönde etkiler yaratabilmektedir. Kısa vadeli sermaye girişleri kamu kesimince tüketildiği ölçüde makro dengeleri bozmaktadır (Demir ve Sever, 2009).

1989'da gerçekleştirilen finansal liberalizasyonun ardından Türkiye daha çok kısa vadeli sermaye hareketleriyle karşılaşmaya başlamıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde gözlemlenen volatilité, piyasadaki yüksek arbitraj olanakları, düşük büyüme oranı, yüksek enflasyon oranı ve sürekli erken seçim ortamı gibi güven vermeyen ekonomik ve politik çevreden kaynaklanmıştır. Bu değişiklik kısa vadeli spekülâtif yabancı sermayeye (sıcak para) serbestlik kazandırarak, iç piyasada büyük ölçüde likidite artışına yol açmıştır. Bu tür likidite artışı ise öncelikle kamu harcamalarının rahatlıkla finanse edilmesine olanak sağlayarak, kamu harcamalarının artmasına ve aynı zamanda yerli paranın değer kazanmasına neden olup ithalatı ucuzlatarak iç mal piyasasındaki toplam talep baskısının artmasına yol açmıştır.

1989-1990 yıllarında büyümeye başlayan kamu finansmanı açığı sorunu, yabancı sermaye ve yurtiçi tasarrufların büyük bir bölümü borçlanma şeklinde kullanılarak,

giderilmeye çalışılmış ancak bu var olan sorunu daha da derinleştirmiştir. Bütçe açığı 1990'lar boyunca kamunun sürekli artan faiz harcamalarıyla birlikte çarpıcı şekilde artmıştır. O dönemlerdeki hükümetlerin hızla artan bütçe açıklarına tam bir çözüm bulma arayışına girmemesinin nedeni, özellikle daha kolay elde edilen sıcak para başta olmak üzere, yabancı fonların ülkeye girmesiyle birlikte gelen finansal rahatlık olmuştur. Türkiye en fazla sermaye girişini, bütçe açığının devasa boyutlara ulaştığı 1995 -1998 yılları arasında yaşamıştır (Balkan, Biçer ve Yeldan, 2002, s.3).

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER VE TÜRKİYE ÜZERİNE BİR PANEL VERİ ANALİZİ UYGULAMASI

#### 4.1. Ekonometrik Metodoloji

Çalışmanın bu bölümünde, gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye’de finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki test edilmektedir. Bu ilişkinin varlığı 1996-2010 arasındaki dönemde Türkiye’nin de dâhil olduğu toplam 111 ülke için “panel veri ekonometrik yöntemi” kullanılarak analiz edilmektedir. Çalışmada kullanılan panel regresyon analizi ve panel birim kök testleri teorik açıdan tanıtılmakta, çalışmanın veri seti ve modeli üzerinde durulmaktadır. Ayrıca, edinilen ampirik bulgular değerlendirilmektedir.

#### 4.1.1. Analitik ve Ampirik Çalışma Literatürü Taraması

Finansal kesimin ekonomiye katkılarını tartışan iktisatçıların başında Schumpeter gelmektedir. İyi işleyen bir bankacılık sisteminin yatırımların finansmanını kolaylaştıracağını ifade etmektedir. Bunu sağlamanın yolu Schumpeter'a göre; bankacılık sisteminin teknolojik yenilikleri finanse ederek yeni ürünleri etkin kullanmaya çalışmasıdır. Öte yandan Gurley, Shaw ve Goldsmith finansal aracılık fonksiyonunun iktisadi kalkınma sürecine etkisini almaktadırlar. Finansal kurumların aracılık fonksiyonları sonucu, yatırımlar için gerekli fon arzı artmaktadır. Bu kurumlar fonksiyonlarını iyi icra ettikleri ölçüde ekonominin büyüme performansı yükselecektir, Ne var ki, bu iktisatçılar, finansal kalkınma ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin varlığı ve yönü hakkında bir inceleme yapmamışlardır (Kar ve Pentacost, 2000, s.2-3).

Patrick ise, finansal kalkınma ve ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğe ciddi boyutta değinmiş ve nedenselliğin yapısını belirlemek için; talebin takip ettiği (*demand-following*) ve arzın öncülük ettiği (*supply-leading*) kavramları üzerinde durmuştur. Talebin takip ettiği durumda, reel sektördeki gelişmeler talebi doğurmakta ve talebin karşılanması için finansal kurumlar ve enstrümanlar aracı olmaktadır. Finansal sektöre talebin oluşması, reel sektörde üretimin artmasına, ticaretin genişlemesine ve tarımın modernize olmasına bağlanmaktadır. Finansal sektör, gelişen sektörlerle kaynak aktarmakta, finansal kesim böylece ekonomik büyümeyi desteklemektedir (Patrick, 1966, s.174).

Arzın öncülük ettiği durumda ise, finansal sektördeki gelişmeler yeni kurum ve enstrümanların ortaya çıkması, bu sektördeki gelişme ile büyüme sürecinin olumlu etkilenmesini ifade etmektedir. Diğer taraftan, neo-klâsik büyüme teorilerine tepki olarak gelişen içsel büyüme teorileri ile finansal kalkınmayı ilişkilendirmeye çalışan Levine ve Pagano gibi iktisatçılar, finansal kalkınmanın ekonomik büyümeyi etkileyebileceği varsayımını kabullenmektedirler. Ancak Robert Lucas, iktisadi kalkınmada finansal kesimin yerinin gereğinden fazla abartılmaması gerektiğine işaret etmektedir (Emek, 2000, s.61).

Türkiye'deki finansal liberalizasyonun özellikle de 1980 sonrasındaki faaliyeti incelendiğinde, 24 Ocak Liberal Ekonomik Programı'nın ekonominin bütününe kapsayacak biçimde hem yurtiçi finansal yapının, hem de dış ticaret ve sermaye hareketlerinin liberalizasyonunu sağladığı görülmektedir. Bu anlamda, finansal sektörde mevduat ve kredi faizleri serbest bırakılmış, yerleşiklerin döviz işlemleri yapabilmelerine imkân verilmiş ve yabancı bankaların finansal sektöre girişinin önü açılmıştır (Toprak, 1993; Uygur, 1993; Yentürk, 1997).

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarda, teoride ortaya konulan ilişki tiplerinin tümünü destekleyen bulgular elde edilmiştir. Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalarda en çok elde edilen sonuç, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye neden olduğu yönündedir. Çalışmalarda elde edilen diğer bir sonuç da, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye neden olmadığı veya negatif yönde etkilediğidir. Bazı çalışmalarda ise karışık sonuçlar elde edilmiştir. Bu karışıklık özellikle çok uluslu çalışmalarda, farklı ülkeler için farklı sonuçların elde edilmesi biçiminde kendini göstermiştir. Aşağıda söz konusu çalışmaların önemli bulunanları özetlenmiştir:

Jung (1986), 1950 yılı sonrasına ait en az 15 yıllık verilere dayanarak gerçekleştirdiği ve 56 ülkeyi kapsayan çalışmasında finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki etkileşimi nedensellik boyutuyla ele almıştır. Çalışmada finansal liberalizasyon ölçütü olarak hem nakit para tutarının M1'e oranı hem de M2'nin nominal milli gelire oranı kullanılmıştır. Ekonomik büyüme ise kişi başına reel milli gelirle ölçülmüştür. Uygulanan test sonuçlarına göre, bazı ülkelerde finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi etkilediği durumlara rastlanmıştır. Diğer yandan ise, gelişmiş ülkelerde ekonomik büyümenin finansal liberalizasyona öncülük ettiği belirlenmiştir. Ayrıca, bazı ülkeler için etkileşim çift yönlü olarak saptanmıştır (Jung, 1986, s.333-346).

King ve Levine (1993), finansal sistemin ekonomik büyümeyi desteklediği görüşünü 80'nin üzerinde ülkede, 1960-1989 dönemi için test etmişler ve finansal liberalizasyon düzeyi ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunup bulunmadığını araştırmışlardır. Finansal liberalizasyon ölçütü olarak ülkelerin bankacılık sektörüne ilişkin veriler kullanılmıştır. Kişi başına milli gelirdeki ve fiziksel sermaye birikimindeki büyüme verileri ise ekonomik büyümeyi temsil etmiştir. Bu çalışma sonucunda, finansal sistemin liberalizasyonunun sermaye birikim oranını arttırması, sermaye kullanan ekonomilerin etkinliğini arttırması, sermaye dağılımını iyileştirmesi, riskin yayılması ve yenilikçi aktiviteleri teşvik etmesi gibi kanallar yardımıyla uzun dönem ekonomik büyümeyi arttıracığı yolunda pozitif bulgular elde edilmiştir. Bu sonuçlar, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye neden olduğu yönündeki görüşleri desteklemiştir.

Alesina, Grilli ve Milesi-Ferrett (1993), 1950-1989 dönemi için 20 OECD ülkesi verilerinden faydalanarak yaptıkları ampirik çalışmada, sermaye kontrollerinin kurumsal ve politik belirleyicilerini incelemişlerdir. Bu çalışmada, sermaye kontrollerinin büyük ölçüde merkez bankasının bağımsız olmadığı ve dolayısıyla para politikası üzerinde gücü olan ülkeler tarafından uygulandığı sonucuna varılmıştır. Çalışmada ayrıca, sermaye kontrollerinin ekonomik büyümeyi azaltacağını ileri süren hipotezi destekleyen sonuçlara rastlanmamıştır.

Murinde ve Eng (1994), 1979 - 1990 arasındaki dönemi kapsayan çalışmalarında Singapur'da finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Söz konusu ilişkiyi açıklamak için, parasal büyüklükler, parasal oranlar ve parasal değişkenlerle ilgili olmak üzere üç grup finansal değişkenden

yararlanmışlardır. Granger-Nedensellik testleri, parasal değişkenlerin reel ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği sonucunu vermiştir. Buna karşılık milli gelirin finansal değişkenler üzerinde bir etkisi olmadığı saptanmıştır.

De Gregorio ve Guidotti (1995), finansal liberalizasyon ve uzun süreli büyüme arasındaki ilişkiyi iki ayrı örneklem ile incelemişlerdir. Birinci örneklem, 1960 - 1985 dönemini ve 100 ülkeyi kapsarken; ikinci örneklem, 12 Latin Amerika ülkesini ve 1950 - 1985 dönemini kapsamaktadır. Özel sektöre verilen banka kredilerinin milli gelire oranı, finansal liberalizasyon ölçütü olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye öncülük ettiğini göstermiştir.

Grilli ve Milesi-Fernetti (1995), ekonomik büyüme ve sermaye liberalizasyonları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. 1966-89 arasında birbiriyle örtüşmeyen beşer yıllık periyotlarda 61 ülke incelenmiştir. Regresyon analizinin birinde 181, diğesinde ise 238 gözlem yer almıştır. Çalışmada sermaye liberalizasyonlarının büyümeyi desteklemediği sonucuna ulaşılmıştır (Edison, Klein, Ricci ve Sloek, 2002, s.24).

Hermes ve Lensink (1996), 1982-92 dönemi için Şili'deki firmaların verilerini kullanarak yaptığı ampirik çalışmada, finansal liberalizasyonun yatırım kararları üzerindeki etkisini ampirik olarak incelemiştir. Bu çalışma sonucunda, finansal liberalizasyonun Şili'de firma dışı finansman zorluklarını ve sınırlamalarını hafiflettiği yolunda pozitif bulgular elde edilmiştir.

Levine ve Zervos (1996), 24 ülkede hisse senedi piyasasının gelişmişlik düzeyi ile ekonomik gelişme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1976-1993 dönemini kapsayan çalışmada, kişi başına reel milli gelirden büyüme, ekonomik büyümeyi temsil etmek üzere kullanılmıştır. Açıklayıcı değişkenlerden ilki hisse senedi piyasası kapitalizasyon değerinin milli gelire oranlanması yoluyla elde edilmiştir. İkinci açıklayıcı değişken işlem görme oranıdır. Üçüncü değişken ise hisse senedi piyasası işlem hacminin milli gelire oranlanmasıyla elde edilmiştir. Analiz sonuçları, hisse senedi piyasasının gelişmişlik düzeyi ile ekonomik gelişme arasında aynı yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Demetriades ve Hussein (1996), gerçekleştirdikleri çalışmalarında 16 adet gelişmekte olan ülkede finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi nedensellik açısından incelemişlerdir. Analizlerde kullanılan değişkenlerin eşbütünsel vektörlerinden faydalanarak uygulanan nedensellik testlerinin sonuçları ülkelere göre

farklılık göstermiştir. Altı ülkede finansal liberalizasyon ekonomik büyümeye neden olurken, Türkiye'nin de içinde bulunduğu bir diğer altı ülke için ise ekonomik büyümenin finansal liberalizasyonu öncülük ettiği sonucuna varılmıştır. Ayrıca, bazı ülkelerde bu etkileşimin iki taraflı olduğu gözlemlenmiştir (Demetriades ve Hussein, 1996, s.387-411).

Eatwell (1996), 1960-71 dönemi için 54 ülke verilerini kullanarak yaptığı ampirik çalışmada, incelediği son 10 yıllık periyot içerisinde sanayileşmiş ülkelerinin zayıf performansının liberal finansal rejimin bazı özellikleri ile yakın ilişkili olup olmadığını analiz etmiştir. Eatwell, bu çalışma sonucunda, finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri süren argümanların aksi yönünde bulgular elde etmiştir. Bu bağlamda, yatırımların GSMH'ya oranlarının 1960-1971 döneminden itibaren düşme eğilimi gösterdiği, GSMH büyümesinin ise %30 - %60 arasında azaldığı yönünde sonuçlar elde edilmiştir.

Arestis ve Demetriades (1997), ABD ve Almanya'yı karşılaştıran çalışmalarında ilk üçü her iki ülke için aynı olmak üzere dört değişken kullanmışlardır: Kişi başına düşen reel milli gelir, hisse senedi piyasası kapitalizasyon değeri ve hisse senedi piyasası dalgalanması. Almanya için kullanılan dördüncü değişken M2'nin nominal milli gelire oranlanması; ABD için kullanılan dördüncü değişken ise yerel banka kredilerinin nominal milli gelire oranlanması yoluyla elde edilmiştir. Sonuçlar, Almanya ve ABD için farklıdır. Almanya'da hisse senedi piyasası kapitalizasyonu, ekonomik gelişme üzerinde dolaylı bir etkiye sahiptir. ABD'de ise hisse senedi piyasası kapitalizasyon değeri, ekonomik büyüme üzerinde doğrudan ve pozitif bir etkiye sahiptir. Benzer biçimde, bankacılık sektörü de her iki ülke ekonomisi üzerinde pozitif yönde etkilidir.

Rodrik (1998), 1979-89 dönemi için 100 gelişmekte olan ülke verilerini kullanarak yaptığı ampirik çalışmada, gelişmekte olan ülkelerde sermaye hesabı liberalizasyonunun ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini analiz etmiştir. Bu çalışma sonucunda, GOÜ'de finansal liberalizasyon ile ekonomik performansın üç göstergesi olan kişi başına GSMH büyümesi, GSMH'da yatırımın payı ve enflasyon arasında pozitif bir ilişki bulunmamıştır. Bunun yanında sermaye hesabı liberalizasyonu ile ülkedeki kuruluşların güçlenmesi arasında herhangi bir ilişkiye de rastlanmamıştır (Edison vd., 2002, s.24).

Levine ve Zervos (1998), 1976-1993 yılları arasında 47 ülke verilerinden faydalanarak yaptıkları ampirik çalışmada, hisse senedi piyasasının ve bankacılık sektörünün gelişmesinin uzun dönemli ekonomik büyümeyi artırıp arttırmadığını araştırmışlardır. Bu çalışma sonucunda ulaştıkları bulgular, hisse senedi piyasasının ve bankacılık sektörünün gelişme düzeyinin, ekonomik büyüme, sermaye birikimi ve verimlilik artışı göstergeleri ile pozitif yönde ilişkili olduğunu göstermiştir.

Kraay (1998) sermaye hesabı serbestleşmesinin büyüme, yatırım ve enflasyon üzerine etkisini 1985-1997 yılları arasında 117 ülke örneği kullanarak incelemiş ve liberalleşmenin büyüme üzerine yapmış olduğu etkinin oldukça zayıf olduğunu tespit etmiştir.

Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1999), çalışmalarında 1980-1995 dönemi için 53 ülkede bankacılık krizleri ile finansal serbestleşme arasındaki ilişkiyi lojit model ile incelemişlerdir. Bulgularına göre, finansal sistemlerini serbestleştiren ülkelerde bankacılık krizinin ortaya çıkma olasılığı daha yüksektir. Ancak, ülkelerin endüstriyel anlamda güçlü yapıları varsa, finansal serbestleşmenin bankacılık sektörünün kırılganlığı üzerindeki etkisinin daha az olduğu tespit edilmiştir.

Stulz (1999), finansal liberalizasyonun hisse senedi maliyeti üzerindeki etkisini incelediği çalışmasında finansal liberalizasyonun hisse senedi sermayesinin maliyetini üç nedenden dolayı azaltabileceğini ileri sürmektedir. İlk olarak, liberalizasyon ile birlikte firmalara yeni hissedarların yatırım yapması ile birlikte, yerel yatırımcılarda yeterince bulunmayan yetenek ve bilgiye ulaşmak mümkün hale gelecektir. İkinci olarak, liberalizasyon firma ve sermaye arz edenler arasındaki ilişkiyi daha rekabetçi bir biçime dönüştürerek sermayenin daha düşük maliyetle elde edilmesini sağlayacaktır ve son olarak liberalizasyon firmalara finansal teknolojiye ulaşma imkânı vererek firmaların fonları ve riskleri daha etkili bir şekilde yönetebilmesini mümkün kılacaktır. Ancak, Stulz'a göre ampirik kanıtlar bu etkinin teorinin beklediğinden daha düşük olarak gerçekleştiğini göstermektedir.

Esen (2000), finansal açıklığın etkilerini araştırdığı çalışmasında 1980-1993 dönemini kapsayan veriler kullanmıştır. Çalışmasının bulgularına göre, faiz ve döviz oranları, sermaye akışları tarafından belirlendiği için dış borçlar, mevcut sermaye hesabı dengesi ile olan uyumunu kaybetmekte, bu da mevcut hesaplar ve sermaye hesabında istikrarsız dalgalanmalara sebep olmakta ve kontrol edilemeyen dış borçlanma ile sonuçlanmaktadır.

Stiglitz (2000) çalışmasında, Hindistan ve Çin gibi sermaye akışları üzerine güçlü kontroller uygulayan iki büyük gelişmekte olan ülkenin zor bir küresel ekonomik ortama rağmen dikkate değer yüksek büyüme oranları elde etmelerini örnek olarak göstererek finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu öne süren argümanların teorik ve ampirik açıdan yetersiz olduğunu ortaya koymaya çalışmaktadır. Bu bağlamda, Stiglitz finansal liberalizasyonun ekonomideki istikrarsızlıkları ve dalgalanmaları arttırması nedeniyle yatırımlar için daha az cazip bir ortam yaratacağını ileri sürmektedir. Ayrıca, liberalizasyonun hükümetleri daha iyi ekonomik politikalara odaklanacağı yolundaki disipline edici etkisinin de tartışmalı olduğunu belirtmektedir. Stiglitz'e göre doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmeye ya da varlığını sürdürmeye yönelik politikaların daha iyi bir disipline edici etkisi bulunmaktadır. Bunların yanı sıra, firmaların kısa dönem fonları kullanarak verimli uzun dönem yatırımlara girmesinin pek mümkün olmadığını belirtmekte ve ayrıca sermaye hesabı liberalizasyonunun ekonomide büyük istikrarsızlıklara yol açarak ekonomik büyüme üzerinde ters etkiler yarattığını ileri sürmektedir.

Henry (2000), 1980'lerin sonlarında ve 1990'ların sonlarında sermaye piyasalarını liberalize etmiş gelişmekte olan 12 ülke verilerini kullanarak yaptığı çalışmada, sermaye piyasası liberalizasyonunun gelişmekte olan piyasalardaki hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ampirik olarak tahmin etmeye çalışmaktadır. Bu çalışma sonucunda, bir ülkedeki sermaye piyasası liberalizasyonunun o ülkedeki hisse senedi fiyatlarını arttırdığına dair pozitif bulgular elde edilmiştir. Liberalizasyon sonrasında hisse senedi fiyatlarının yükselmesinin ülkenin liberalizasyondan önceki net bugünkü değeri negatif olan bazı yatırım projelerinin liberalizasyondan sonra pozitif dönüşmesi nedeniyle ülkenin hisse senedinin maliyetinin azalmasından kaynaklandığı ileri sürülmektedir.

Kang ve Sawada (2000), açıklayıcı değişken olarak finansal dışa açıklığı içeren neoklâsik ve içsel büyüme modeli analizlerine dayalı regresyon analizlerini kullanarak finansal liberalizasyonun hâsıla ve toplam faktör verimliliği üzerindeki etkisini incelemiştirler. Bu çalışmada, finansal liberalizasyonun finansal gelişmeye yol açarak, bir yandan, aracılık maliyetlerini azaltarak ve borç alma kısıtını gevşeterek diğer yandan da bilimsel ilerlemelere ve gelişmelere neden olarak beşeri sermaye yatırımlarını teşvik edeceği ve ekonomik büyümeyi arttıracığı ileri sürülmektedir. Çalışma, finansal liberalizasyon uygulayan ekonomilerin doğrudan yabancı sermaye akışlarının büyük bir

kısmını aldığını belirtmekte ve bunun nedeni olarak finansal liberalizasyonun teknolojik yayılma etkisi doğurarak daha iyi idari uygulamaların ülkeye aktarılmasını göstermektedir.

Xu (2000), finansal gelişmenin yatırım ve çıktı üzerindeki etkisini analiz etmek amacıyla, 41 ülkenin 1960-1993 yılları arasındaki verilerini VAR analizi ile incelemiştir. Bulgular, finansal gelişmenin büyümeyi takip ettiği (talep takipli model) ve büyüme üzerinde küçük etkisi olduğu hipotezini reddetmiştir (Xu, 2000: 331).

Easterly, Islam ve Stiglitz (2000), 1960-97 yılları arası verilerden faydalanarak 74 ülke örneğinde çıktılardaki dalgalanmanın nedenlerini araştırmışlardır. Onlara göre ulusal finansal piyasaların gelişmesi ekonomik büyümeyi artırmakta ve dalgalanmayı düşürmektedir. Ekonomik açıklığın direkt etkilerinden dolayı yüksek büyüme oranları ekonominin gerilemesini engellemektedir. Bunun yanında sermaye akımlarının istikrar kazandırıcı ya da istikrar bozucu rolüne dair kanıtlar bulunamamıştır. Öte yandan açıklıkların kişi başına gelir seviyesindeki büyümede dalgalanmalar meydana getirdiği yönünde bulgular elde edilmiştir. Özetle finansal kuruluşların ekonomik dalgalanma ve bozulmalardaki etkisinin merkezi konumda olduğu söylenmektedir. Finansal kuruluşların derinliğindeki artışlar dalgalanmayı azaltırken, özel sektöre verilen kredilerin gerektiğinden fazla olması dalgalanmayı artırabilmektedir (Easterly, Islam ve Stiglitz 2000, s.205-208).

Bailliu (2000) panel data yöntemi ile 40 gelişmekte olan ülkede 1975-95 yılları arasındaki elde edilen verilerden elde edilen sonuçlar doğrultusunda sermaye girişlerinin bir ülkede büyümeyi destekleyici konumda olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ancak bu durum bankacılık sektörünün gelişme düzeyi ile yakından ilişkilidir. Bankacılık sektöründe belirli bir gelişme sürecine ulaşmış ekonomiler için sermaye girişleri büyümeyi olumlu biçimde etkilerken, genel olarak zayıf bankacılık sektörünün bulunduğu ekonomilerde kamusal dengesizliklerin de eş anlı olarak bulunmasıyla sermaye girişleri üretime dönük yatırımlardan ziyade spekülasyon karakterli nitelik taşımaktadır. Bu bakımdan gelişmekte olan ülkelere yabancı sermayenin büyümeyi desteklemesinde ulusal finansal sektörün yapısının önemli etkiye sahip olduğu söylenebilir (Bailliu, 2000, s.18).

Shan, Morris ve Sun (2001), 9 OECD ülkesi ve Çin'i kapsayan çalışmalarında finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Özel sektöre açılan kredilerin milli gelire oranı finansal liberalizasyon ölçütü olarak

kullanılmıştır. Sonuçlar, bazı ülkelerde, ekonomik büyümeden finansal liberalizasyona doğru veya çift yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunduğunu ortaya koymuştur.

Edwards (2001a)'ın yapmış olduğu incelemeden ulaştığı sonuçlara göre, yurt içi finansal piyasalarında belirli deneyime ve gelişmişlik düzeyine ulaşmış ülkelerde sermaye hesabı liberalizasyonları ile ekonomik gelişme arasında pozitif, finansal gelişmişlik seviyesi zayıf durumdaki ülkelerde ise finansal liberalizasyonun negatif etki yaptığı görülmüştür (Edwards, 2001a, s.16).

Calderón ve Liu (2002), finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 109 ülkede araştırmışlardır. 1960-1994 döneminde, kişi başına GSYİH, ekonomik büyümeyi temsil ederken; geniş tanımlı para arzının milli gelire oranı ile özel sektöre verilen kredilerin milli gelire oranı ise finansal gelişmeyi temsil etmiştir. Bulgular, tüm ülkelerde, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye neden olduğunu göstermiştir. Ayrıca bazı ülkelerde, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında karşılıklı bir etkileşim belirlenmiştir. Bazı çalışmalarda finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki etkileşimin yönü araştırılmamış, sadece söz konusu ilişkinin varlığı irdelenmiştir.

Al-Yousif (2002), finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ilişkisinin karşılıklı etkileşim biçiminde olduğunu belirlemiştir. Çalışma, 30 gelişmekte olan ülke için finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. 1970-1999 yılları arasını kapsayan çalışmada, kişi başına reel milli gelirden büyüme ekonomik büyümeyi, temsil ederken; dolaşımdaki para / dar para stoku (M1) oranı ile geniş para stoku / nominal milli gelir oranı finansal liberalizasyonu temsil etmiştir. Sonuçlar, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında karşılıklı etkileşim olduğunu göstermiştir.

Shan ve Morris (2002) ise finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında bir ilişki bulunmadığı ileri sürmüştür. Çalışmada 19 OECD ülkesi, Çin ve Güney Kore'de finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki 1985-1998 dönemi için incelenmiştir. Reel milli gelirdeki değişme oranı, ekonomik büyümeyi temsil etmek üzere kullanılmıştır. Ayrıca iki adet finansal liberalizasyon ölçütünden yararlanılmıştır. Birincisi, kredilerin milli gelire oranı, ikincisi ödünç alma ve ödünç verme faiz oranları arasındaki farktır. Çalışma karışık sonuçlar vermiştir. Az sayıda ülkede, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye öncülük ettiği saptanırken; bazı ülkelerde karşılıklı bir etkileşim veya ekonomik büyümenin finansal liberalizasyonu

desteklediği bulguları elde edilmiştir. Ancak genel sonuç, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyümenin aynı anda gerçekleştiği ve birbirlerine neden olmadığı şeklindedir.

Odekon (2002), 1986-90 döneminde Türkiye'ye ilişkin verileri kullanarak finansal liberalizasyonun yatırım ve dolayısıyla iktisadi büyüme üzerindeki etkisini belirlemeye çalışmıştır. Bu çerçevede, liberalizasyon sonrası dönemde imalat firmalarının yatırım harcamaları için daha fazla dışsal fon kullanacakları yolundaki hipotezi, yatırım üzerindeki içsel ve dışsal finansman kaynaklarının etkilerini ölçen yatırımın hızlandırıcı modelini kullanarak test etmiştir. Çalışma sonucunda, imalat sanayindeki firmaların söz konusu dönemde yatırımlarının finansmanı için dışsal kaynaklardan ödünç almak yerine, büyük ölçüde içsel finansmana dayandığı tespit edilmiştir.

Graff (2002), 1970 - 1990 döneminde finansal faaliyetler ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Ekonomik büyüme, çalışan başına gelir ile temsil edilmiştir. Finansal liberalizasyonu ise, kişi başına banka ve banka şubesi sayısı, finansal sistemdeki istihdamın toplam istihdama oranı ile finansal sistemin milli gelir içindeki payı temsil etmiştir. Sonuç, finansal faaliyetlerin, ekonomik büyümeyi desteklediğini göstermiştir.

Müslümov ve Aras (2002), OECD ülkelerini inceledikleri çalışmalarında 1982-2000 döneminde sermaye piyasası gelişmesi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Ekonomik büyüme ölçütü olarak reel kişi başına GSYİH kullanılmıştır. Finansal liberalizasyon ölçütü olarak ise sermaye piyasası kapitalizasyonunun GSYİH'ye oranı ile sermaye piyasası likiditesinin GSYİH'ya oranı olarak kullanılmıştır. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmanın sonuçlarına göre; sermaye piyasasının gelişmesi ekonomik büyümenin nedeni olarak tespit edilmiştir.

Martin ve Rey (2002) ile Rey ve Martin (2005)'in çalışmaları ticaret ve finansal liberalizasyonun varlık fiyatları, yatırımlar ve finansal krizlere etkilerini ekonominin talep yanını esas alan kriz teorisi geliştirerek oluşturulmuştur. İki ekonomi modeli de finansal ve ticari dışa açıklıkların varlık fiyatları, yatırımlar ve gelir üzerindeki etkileri yükselen piyasa ekonomisi ve gelişmiş ülkelerde farklı sonuçlanmıştır. Ticari liberalizasyon yükselen piyasa ekonomilerinde pozitif etki yaparken, finansal liberalizasyon özellikle ticaret maliyetlerinin yüksek olduğu durumlarda aynı etkiyi yapmamaktadır. Çünkü ticaret maliyetleri ve finansal işlem maliyetleri yüksek seviyeye

ulaştığı için kötümser beklentilerin oluşması nedeniyle yükselen piyasalarda varlıkların ve malların talepleri azalma görülebilir. Varlık fiyatlarında bu türden sıkıntılara cari işlemlerin kötüleşmesi de eklendiğinde hem yatırımlar ve gelir azalmakta hem de piyasa aksaklığı oluşmaktadır. Bu bağlamda, yükselen piyasa ekonomilerinin talep yönlü finansal krizlere daha çok eğilimli oldukları söylenebilir. Çünkü bu ekonomilerin gelir seviyesi daha düşük ve ahlaki tehlike veya kredi sınırlamaları gibi piyasa başarısızlıklarının yanında kötü para veya döviz kuru politikalarının var olması sebebiyle finansal krizlere daha eğilimlidirler. Sonuç olarak yükselen piyasa ekonomileri finansal piyasadaki kriz risklerini düşürebilmek için varlık fiyatları ticaretini liberalize etmeden önce malların ticareti serbestleştirilmesi daha isabetli olabilecektir.

Singh (2003)'in son on yıl boyunca endüstrileşmiş ülkelerin zayıf performansının liberal finansal rejimin kendine özgü özellikleri ile yakından ilişkili olup olmadığını araştırdığı çalışmasının sonucunda; finansal liberalizasyon sonrası ülkeler arasındaki ödemeler dengesi, üretim ve istihdam düzeylerinin çok sayıda sermaye kontrollerinin olduğu 1950'ler ve 1960'lardaki düzeyden daha düşük düzeyde bulunmuştur. Singh'in analizi sermaye hareketleri liberalizasyonunun gerçekleştiği 1980'ler ve 1990'lar boyunca sanayileşmiş ülkelerin ekonomik performanslarının tahminlerin tersine kötü olduğunu ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, Singh sermaye hareketlerinin liberalizasyonunun hızlı bir ekonomik büyümeye yol açmaktan çok ekonomik ve finansal krizlere ve istikrarsızlara yol açtığını ve dolayısıyla daha düşük yatırıma yol açarak uzun dönemde ekonomik büyümeyi azalttığını ileri sürmektedir. Öte yandan, finansal liberalizasyonun özellikle gelişmekte olan ülkelere yeni üretim teknolojilerinin ve beşeri sermayede ilerleme sağlayacak bilgi ve eğitimi getirerek uzun dönemde ülkelerin ekonomik performanslarını olumlu yönde etkilediği ileri sürülmektedir (Singh, 2003, s.193).

Prasad, Rogoff, Wei ve Köse (2003), 1980-2000 dönemi için finansal olarak daha fazla liberalize olmuş ülke (*MFI*) olarak tanımladıkları 22 ülke ve finansal olarak daha az entegre olmuş (*LFI*) olarak tanımladıkları 33 ülke örneği ele aldıkları çalışma ile gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyonun bu ülkelerdeki ekonomik büyüme ve makro ekonomik oynaklıklar üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bu çalışma sonucunda finansal liberalizasyonun daha yüksek bir ekonomik büyümeye yol açtığını destekleyen güçlü ve sağlam kanıtlar bulamamışlardır.

Prasad, Rogoff, Wei ve Köse (2004), finansal küreselleşmenin GOÜ’de büyüme ve dalgalanma üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Finansal entegrasyon ile ekonomik büyüme arasında sağlam bir ilişkinin varlığını söylemenin zor olduğu yönünde sonuçlara ulaşılmıştır. Bunun yanında GOÜ’de finansal entegrasyonların tüketimdeki büyüme üzerinde dalgalanmaları istikrara ulaştırdığı yönünde yeterli sonuçlara da ulaşıldığı söylenemez. Fakat finansal küreselleşmenin faydalı olduğunu bazı sonuçlara göre söylemek mümkün olduğu gözlenmiştir. Kurumsallaşmış yapının ve iyi bir yönetişimin bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerde küreselleşmenin yararlı olduğu konusunda kesin sonuçlar bulunmaktadır. Sonuç olarak, nispi olarak esnek döviz kuru rejimine sahip ve başarılı mali disiplini bulunan ülkelerin finansal küreselleşmeden istikrar kazanmaları dolayısıyla ve büyüme potansiyellerinden dolayı kazançlı çıkmaları kuvvetli ihtimal olarak görülebilir.

Fratzscher ve Bussiere (2004), 45 gelişmiş ve GOÜ (11 OECD, 12 Asya, 8 LatinAmerika, 9 AB ülkesi, Bulgaristan, Romanya, Rusya, Güney Afrika ve Türkiye) üzerinde yaptıkları çalışmada ülkelerin finansal liberalizasyona bağlı olarak sermaye hesaplarını liberalize etmeleri sonucunda kısa dönemli kazançlarını uzun dönemli kayıplarla ödeyip ödemediklerini ve bu kısa dönemli kazançlarla uzun dönemli kayıplar arasında karşılıklı bir trade-off ilişkisi olup olmadığını araştırmışlardır. Çalışmaya göre, GOÜ sermaye hesaplarını açtıkları ilk 5 yılda finansal liberalizasyon öncesi döneme göre ortalama olarak yılda %1,5 puan daha yüksek büyüme rakamları ile karşılaşırken orta ve uzun vadede portföy yatırımları ve sıcak paranın etkisiyle kırılanlaşan ekonomilerinde görülen resesyona ve finansal krizler sonucu liberalizasyon öncesi dönemdeki ortalama büyüme oranından daha düşük bir ortalama büyüme oranıyla karşı karşıya gelmektedirler. Söz konusu ülkelere orta ve uzun vadeli büyümenin sağlanabilmesi ve bu ülkelere yönelik doğrudan yatırımların devamı için yurtiçi kurumsal kalitenin iyileşmesi gerekmektedir. Çalışmanın temel bulgularına göre, finansal açıklıkla ekonomik göstergeler ve ekonomik büyüme arasında zamana göre değişen güçlü bir ilişki vardır.

Ghirmay (2004), 13 Afrika ülkesini VAR modelini kullanmak suretiyle incelemiştir. Eşbütünleşme analizinin sonuçları, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli ilişkinin varlığını destekleyen kanıtlar (13 ülkeden 12’sinde) sunmuştur. Uzun dönemli nedenselliğin yönüne bakıldığında, finansal gelişmenin 8 ülkede ekonomik büyüme üzerinde nedensel bir rol oynadığı görülmektedir. Aynı

zamanda, 6 ülkede de iki yönlü nedensel ilişki gösteren kanıtlar bulunmuştur (Ghirmay, 2004, s.415).

Thangavelu ve James (2004)'de olduğu gibi, çok az sayıda çalışmada ekonomik büyümenin finansal liberalizasyona neden olduğu bulgusuna rastlanmıştır. Avustralya'da finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. 1960-1999 dönemini kapsayan çalışmada, kişi başına milli gelir ekonomik büyüme ölçütü olarak kullanılmıştır. Banka alacaklarının ve banka mevduatlarının milli gelire oranı ile hisse senetleri işlem hacminin milli gelire oranı ise finansal liberalizasyon ölçütleri olarak kullanılmıştır. Sonuçlar, ekonomik büyümenin finansal sektörün gelişmesine öncülük ettiğini göstermiştir.

Utkulu ve Özdemir (2004) içsel büyüme teorisine dayalı olarak Türkiye'de dış ticaretin liberalizasyonunun ekonomik büyüme üzerindeki etkisini, Ghatak, Milner ve Utkulu'nun (1995) kullandığı değişkenlerle 1950-2000 yılı için tekrar tahmin etmişlerdir. Farklı eş-bütünleşme yöntemleri denedikleri bu çalışmada, uzun dönemli ve pozitif ilişkiyi ortaya koymuşlardır. Buna göre dışa açıklık değişkeni, 0.10 ile 0.19 arasında değerler almaktadır (Utkulu ve Özdemir, 2004, s.261).

Onur (2005), finansal liberalizasyon ile ilgili "talep yönlü" Post-Keynesci görüşün geçerliliğini 1980-2003 yılları arasında Türkiye için test eden çalışmasında uyguladığı nedensellik testi sonucunda, finansal liberalizasyondan ekonomik büyümeye doğru bir etkileşimin var olmadığını, ancak ekonomik büyümenin tek yönlü olarak finansal liberalizasyonu etkilediğini ileri sürmüştür. Ayrıca bu çalışmada kurulan VAR modeli analizine göre, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi %7 azalttığı da rapor edilmiştir.

Bekaert, Harvey ve Lundblad (2005), 1981-1997 dönemini kapsayan 95 ülke örneğini ele alarak yaptıkları çalışmada hisse senedi piyasası liberalizasyonlarının yıllık reel ekonomik büyümeyi ortalama olarak %1 civarında arttırmak suretiyle pozitif etkilediği yönünde bulgular elde etmişlerdir. Bu çalışmada, tamamen liberalize olmuş ülkelerle liberalizasyon deneyimi yaşamamış ülkelerin büyüme oranları arasında yaklaşık olarak %2,2'lik bir fark tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra, hiç liberalizasyon deneyimi yaşamamış ülkelerin daha düşük okula kaydolma oranlarına, daha düşük yaşam beklentisine ve daha yüksek nüfus büyüme oranına sahip olduğu da belirtilmiştir. Ayrıca çalışmada, daha yüksek finansal gelişmişlik düzeyine, daha iyi yasal sistemlere, iyi kurumlara, yabancı yatırım için uygun koşullara sahip olan ülkelerin

liberalizasyondan sonra ortalamadan daha büyük büyüme oranlarına sahip olduğu tespit edilmiştir.

Utkulu ve Kahyaoglu (2005) çalışmalarında Türkiye ekonomisinin ticari ve finansal açıklığının büyüme üzerine ve kriz ortamına sürüklenmesindeki etkilerini 1990-2004 dönemi için doğrusal olmayan zaman serisi (TAR ve STAR) modellemesi ve Markov rejim değişimi modellemesi ile ampirik olarak ortaya koymuşlardır. Finansal ve ticari açıklığın Türkiye ekonomisini özellikle dış şoklara karşı zayıflatan mı, yoksa güçlendiren bir etken mi olup olmadığı da bu yöntemlerle sınınanmıştır. Çalışma bulgularına göre Türkiye’de finansal açıklık ekonominin sürekli olarak resesyonda kalmasına neden olurken, ticari açıklık büyümeyi pozitif yönde etkilemiştir.

Shan ve Jianhong (2006), finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi 1978-2001 dönemi için Çin’de incelemişlerdir. Reel GSYİH’deki değişme oranı, ekonomik büyümeyi temsil etmiştir. Toplam krediler, işgücü, net yatırımlar, dış ticaretin milli gelire oranı ise analizlerde yararlanılan diğer değişkenlerdir. Sonuçlar, finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisi olduğunu göstermiştir.

Aslan ve Küçükaksoy (2006) çalışmalarında, finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisinin yönü, Türkiye için Granger nedensellik sınaması kullanılarak, 1970-2004 yılları arasında incelemiştir. Granger nedensellik sınaması ile elde ettikleri sonuçlara göre, Türkiye’de finansal gelişme ekonomik büyümenin nedeni olmaktadır ya da ekonomik büyümeyi öncelemektedir. Yani ilişkinin yönü arz öncüllü hipotezin desteklediği gibi finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru tahmin edilmektedir.

Wang (2006), finansal liberalizasyonun iki ayağından söz etmektedir. Bunlar; sermaye hesabı liberalizasyonları ve finansal hizmetler libealizasyonudur. Bunlardan özellikle zamanı gelmeden yapılan sermaye hareketlerindeki liberalizasyonun 1997-1998 Asya krizinin de dâhil olduğu çeşitli finansal krizlerin asıl nedenleri arasında görmektedir. Yazara göre finansal hizmetlerin liberalizasyonu ise sermayenin toplu halde hareket etmesine de sebep olmadığından krizlere de katkı yapmayacak ve büyümeyi teşvik edecektir. Öte yandan karşılaştırmalı üstünlüklerin kazanılmasında politik ve ekonomik istikrar, etkili yasal altyapı ve yüksek oranlı profesyonel uzman gücün önemli olduğunu vurgulamıştır. Bu bağlamda ülkelerin karşılaştırmalı üstünlük kazanıncaya kadar koruma uygulamasının yanlış olmayacağını savunmaktadır. Söz

gelimi Singapur kalkınma sürecinde başlangıçta koruma yöntemini seçmiş fakat daha sonra finansal liberalizasyonun kaçınılmaz olduğunu gördüğü zaman da yabancı finansal kuruluşların ülkeye girişlerine izin vermiştir (Wang, 2006, s.25).

Yapraklı (2007) çalışmasında, ticari ve finansal dışa açılmanın ekonomik büyüme üzerindeki etkisini hata düzeltme modeli ile araştırmıştır. 1990-2006 dönemine ait Türkiye'ye ilişkin üçer aylık zaman serileri kullanarak ve Aizenman (2004) tarafından yapılan çalışmayı baz alarak yaptığı çalışmada, finansal dışa açıklık ile GSMH büyüme oranı arasında negatif bir ilişki saptamıştır. Elde ettiği sonuçlara göre, ekonomik büyümenin ticari açıklıktan pozitif, finansal açıklıktan negatif yönde etkilendiğini belirtmiştir. Bu sonuca göre ticari dışa açıklık oranı sabitken, Türkiye'de finansal dış açıklıktaki 1 birimlik artış büyüme oranını 0,50 birim düşürmektedir.

Rincón (2007) finansal liberalizasyonun büyüme ve makroekonomik dalgalanma üzerindeki etkilerini 1984-2003 yılları arası verilere bağlı olarak 43 ülke örneğinde araştırmıştır. Çalışma özellikle Latin Amerika'da Rezerv Fonu üyesi ekonomiler üzerine yoğunlaşmıştır. Araştırma sonuçları ülkelerin gelir seviyeleri kontrol edildiğinde finansal küreselleşme büyümeyi teşvik etmekte ve dalgalanmalar da oluşmamaktadır.

Neto ve Veiga (2008), 96 ülke için 1970-04 döneminde panel veri yöntemi kullanılarak yapılan analizde, toplam yurt dışı yükümlülüklerdeki doğrudan yabancı yatırımların oranları büyümeyi pozitif etkilemekte ve doğrudan yakınsama olmaktadır. Hatta gelişmekte olan ekonomilerde milli gelir seviyesinin düşük olmasından dolayı söz konusu ülkelerde bu durum belirgin olarak görülmektedir. Bu sonuçlar doğrudan yabancı yatırımların yenilikler ve teknoloji dağılımı ile büyümeyi etkilediği neoklasik modelin kredi kısıtlaması yaklaşımına da uyumludur (Neto ve Veiga, 2008, s.1).

Joyce (2009) yükselen piyasa ekonomileri üzerinde finansal liberalizasyonun sistemik banka krizlerinin oluşumu üzerine etkisini araştırmıştır. 20 yükselen piyasa ekonomisi örneğinde 1976-02 yılları arasındaki verilere dayanarak fiili (*de facto*) ve yasal (*de jure*) finansal açıklık ölçülerini kullanarak araştırma yapmıştır. Yabancı borç yükümlülüğündeki artışlar krizlerin varlığını tetiklemektedir. Fakat doğrudan yabancı sermaye yatırımı ve portföy hissesi yükümlülükleri bu etkiyi hafifletmektedir. Yasal anlamda daha liberal sermaye rejimleri bankacılık krizlerinin oluşum sıklığını düşürürken, sabit döviz kuru rejimleri ise artırmaktadır. Bu bağlamda ekonometrik analiz sonuçları Avrupa ve merkez Asya piyasalarında yaşanan deneyimler ile uyumlu çıkmıştır. Çünkü son dönemlerdeki borçlanma biçiminde sermaye akımlarının büyük

oranlara ulaşması da küresel finansal krizin ortaya çıkışını desteklemektedir. Krizlerin maliyetleriyle finansal liberalizasyon arasında doğrudan ilişki görünmemekle birlikte, para krizleri daha yüksek maliyetler ile ilişkilendirilebilir (Joyce, 2009, s.1).

GOÜ kalkınmalarını hızlandırmak için ekonominin hemen her alanında liberalizasyona yönelmişlerdir. Küreselleşmenin bir neticesi de ülkelerin daha sıkı etkileşim içinde olmaları; dolayısıyla, bu liberalizasyon hareketlerinin odağındaki finans ve dış ticaret sektörleri her zaman ağırlıklı ön plana çıkmıştır (Saygılı, 2001, s.167).

Temelleri McKinnon-Shaw tezi olarak bilinen McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'ın çalışmaları ile atılmış olan finansal liberalizasyonun özellikle ekonomik büyüme üzerine olan olumlu etkileri, daha sonraları Balassa (1989)'nın çalışmasında da destek görmüş, finansal baskılamının ortadan kaldırılmasını takiben sağlanacak finansal derinlik sayesinde uyarılan tasarruf ve yatırımların daha etkin kaynak dağılımı ve artan büyüme hızı sağladığından bahsedilmiştir. Arz-yanlı ve Neo-klasik görüşü savunan araştırmacıların da desteklediği bu iddiaya karşın, talep-yanlı ve Post-Keynesci görüşe sahip olanlar finansal liberalizasyonunun uzun dönemde yarattığı “piyasa bölünmesi” ve “kırılganlık” sebebiyle ekonomik büyümeyi azalttığını ileri sürmüşlerdir (Onur, 2005, s.128).

#### 4.1.2. Panel Veri Analizi

Bu çalışma hem yatay kesit hem de zaman kesiti içerdiğinden 6 ekonomik liberalizasyon bağımsız değişkeninin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin araştırılması için en uygun yöntem panel veri analizidir.

Panel veri, birden çok yatay kesite ait zaman serilerinin bir arada bulunduğu veri setidir. Panel veri setleri, her bir yatay kesit için eşit uzunlukta zaman serisi içermeleri durumunda *dengeli panel*; zaman serisi uzunluklarının kesitten kesite farklılık göstermesi durumunda veya belli serilerde eksiklik bulunması durumunda *dengesiz panel* olarak isimlendirilmektedir. Ekonometrik analizde panel veri kullanımının diğer veri türlerine göre bazı avantajları bulunmaktadır.

Panel veri setleri, her şeyden önce, kapsadığı kesitlerin heterojenlik bilgisini içerisinde barındırmakta ve böylece veri seti heterojenliğe karşı kontrol edilmektedir. Bir başka deyişle, panel veri setlerinde sonuçlar, zamana veya ülkeye göre değişmeyen etkiler için ya da veri seti içinde belli bir ülkenin kendine özgü bir durumundan

kaynaklanan etkilere karşı kontrol edilebilmekte, böylece de elde edilen sonuçlara ilişkin olarak daha doğru bir değerlendirme yapılabilmektedir. İkinci olarak, panel veri analizi, zaman serisi ve kesit veri analizlerine göre daha çok değişkenlik arz ettiği için, bu verilerde “çoklu bağlantı sorunu” (*multicollinearity*) zaman serilerine kıyasla daha az olmaktadır. Ayrıca, gözlem sayısının görece daha fazla olması sayesinde, panel verilerle tahmin edilen modellerde serbestlik derecesi (*degree of freedom*) daha yüksek olmaktadır. Son olarak, panel veriler bir dönem uygulanan ekonomi politikalarının etkilerinin değerlendirilmesi gibi analizlerde değişim dinamiklerini daha iyi yansıtmaktadır. Son yıllarda panel veri analizinin finans alanında kullanımına sıkça rastlanmaktadır. Panel veri analizi kullanımı bazı avantajları beraberinde getirmektedir. Örneğin panel veri seti birden fazla kesit ile analiz imkânı sağladığından geniş bir veri seti ile çalışmayı olanaklı kılmaktadır. Bu şekilde kısa zaman serileri, eklenen kesitler vasıtasıyla genişlemekte ve kısa zaman boyutuna sahip veriler ile çalışma imkânı oluşmaktadır. Ne var ki, bu avantajlarına rağmen panel veri analizinin bazı zayıflıkları da mevcuttur. Örneğin dinamik ilişkiler içeren modellerde panel tahmin sonuçları yanlış bir hal almaktadır (Baltagi, 2005, s.5-9).

Buna ek olarak, zaman boyutu az, örnekleme dâhil olan verilerin fazla olduğu, doğrusal ilişkinin vurgulandığı, bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin bağımsız değişken şeklinde örnekleme dâhil edildiği, bağımsız değişkenlerin tamamen dışsal olmadığı, veriler arası değişen varyans ve otokorelasyon olmamasına rağmen verilerde ayrı ayrı değişen varyans ve otokorelasyonun bulunduğu panellerde, panel sabit etkiler ve panel rassal etkiler modellerine anlamlı sonuç vermemektedir (Roodman, 2006).

Bu sorunların çözümü için zamana bağlı etkiler göz ardı edilip, panel veri analizinin bir türevi sayılan havuzlanmış regresyon analizi kullanılabilir. Havuzlanmış regresyon analiz tahmini En Küçük Kareler (EKK) yöntemi ile gerçekleştirilir ve model sabiti ile eğiminin tümünün sabit olduğu kabul edilir (Hsiao, 2003, s.11-12).

Bu durumda zamana bağlı etkilerin modeldeki hata terimi içerisinde bulunması nedeniyle zamana bağlı etkilerin olmadığı veya var ise hata olduğu, varsayılmış olacak ve verilerin zaman serisi özelliği göz ardı edilmiş olacaktır.

Panel veri ile çalışmanın başlıca zorluğu ise veri toplama konusundadır. Uzun zaman serisi ve geniş bir kesit boyutuna sahip panel verilerin toplanması, diğer veri setlerine kıyasla oldukça güçtür.  $N$  adet kesit ve  $T$  kadar zaman dönemini kapsayan

dengeli bir panel veri setinde gözlem sayısı ( $N \times T$ )'ye eşittir.  $k$  tane açıklayıcı değişkenin olduğu standart doğrusal bir model;

$$y = \alpha + \beta X + \varepsilon \quad (4.1)$$

olarak tanımlanmaktadır. Burada  $y$ , ( $NT \times 1$ ) boyutunda bir vektör;  $X$  ( $NT \times k$ ) boyutunda bir matris;  $\beta$  ve  $\varepsilon$  sırasıyla ( $k \times 1$ ) ve ( $NT \times 1$ ) boyutlarında birer vektördür. Her bir kesit için gözlemlerin ardışık bağıntısız ve her bir kesit ve zaman için hata terimlerinin sabit varyanslı olduğu varsayılmaktadır (Johnston ve Dinardo, 1997, s.390).

Panel veri modelleri, hata teriminin yapısına ilişkin olarak yapılan varsayımlara göre farklı adlar almaktadır. Eğer modelin hata teriminde, regresyonda yer alan bağımsız değişkenlerle kapsanamayan, zamana göre değişmeyen, ancak kesitlere özgü özellikleri kapsayan ve bireysel etki adı verilen bir bileşenin yer aldığı varsayıldığı takdirde model, 'tek taraflı hata yapısı regresyon modeli' adını almaktadır (Baltagi, 2005, s.11-28).

Buna göre, standart bir panel model;

$$y_{i,t} = \alpha_i + \beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (i = 1, \dots, N) \text{ ve } (t = 1, \dots, T) \quad (4.2)$$

olarak tanımlanmışken, tek taraflı hata yapısı regresyon modelinde hata terimi için aşağıdaki şekilde bir varsayım yapılmaktadır:

$$\varepsilon_{i,t} = \mu_i + \eta_{i,t} \quad (4.3)$$

Burada, zamana göre sabit olan ancak kesitten kesite farklılık gösteren  $\mu_i$  bireysel etki olarak adlandırılmaktadır. Öte yandan  $\eta_{i,t}$ 'nin zamana ve kesitlere bağlı olarak değiştiği varsayılmaktadır. Regresyonun hata teriminde bireysel etkinin yanı sıra, regresyonda öngörülme, kesitten kesite sabit kalan ancak zaman içinde değişen bir bileşenin de yer aldığı varsayılıyor ise, bu modele de '*çift taraflı hata yapısı regresyon modeli*' olarak tanımlanmaktadır (Baltagi, 2005, s.33-45).

Bu durumda (4.2) no'lu denklemde verilen modelin hata yapısının,

$$\varepsilon_{i,t} = \mu_i + \nu_t + \eta_{i,t} \quad (4.4)$$

olduğu varsayılmaktadır. Burada da  $t$ ,  $\nu$ 'nin regresyondaki değişkenlerle kapsanamayan, tüm kesitleri etkileyen ancak belli bir zamana özgü etkileri içerdiği varsayılmaktadır. Tek ve çift taraflı hata yapısı regresyon modelleri de hata teriminin yapısındaki bireysel etki ve dönem etkisine ilişkin varsayımlara bağlı olarak iki gruba ayrılmaktadır: Tek

tarafli hata yapisi öngörüldüğünde, bireysel etkinin; çift tarafli hata yapisi öngörüldüğünde, hem bireysel etki hem de dönem etkisinin, tahmin edilmesi gereken Sabit Etkiler (*fixed effects*) olarak varsayılması durumunda model Sabit Etkiler Modeli (SEM) adını almaktadır.

Bu durumda bireysel etki ve dönem etkisinin  $\alpha_i$  ve  $v_t$  'nin  $X_{i,t}$  ile bağımlı olduğu;  $\varepsilon_{i,t}$  'nin ise tüm  $i$  ve tüm  $t$  'ler için  $X_{i,t}$  'den bağımsız olduğu varsayılmaktadır.  $\alpha_i$  'nin ve  $v_t$  'nin  $X_{i,t}$  'den bağımsız olduğunun varsayılması durumunda model, Rassal Etkiler (*random effects*) modeli (REM) olarak adlandırılmaktadır.

SEM'de, her bir sabit etki, ayrı bir kukla değişken olarak modele dâhil edilmekte ve model En Küçük Kareler (EKK) Kukla Değişken yöntemi ile tahmin edilmektedir. Öte yandan REM'de EKK yöntemi ile tutarlı  $\beta$  tahminleri elde edilebilmekte, ancak Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (GEKK) yöntemi, EKK'ye göre daha iyi sonuç vermektedir. Oluşturulan panel veri modelinde sabit etkiler mi, yoksa rassal etkilerin mi öngörüleceği sorusuna genel olarak aynı şekilde yanıt verildiği görülmektedir. Bu konudaki uzlaşma, modelin tahmini sonucunda, tahminde kullanılan örneklemelerin alındığı grup için bir çıkarsama yapılacaksa SEM'in; eğer örneklemelerin alındığı gruptan daha geniş bir grup için çıkarsama yapılacaksa REM'in kullanılması yönündedir (Kennedy, 1985; Maddala, 2001, s.576).

SEM ve REM arasında seçim yapmada önemli bir faktör de modeldeki açıklayıcı değişkenlerin karakteridir (Maddala, 2001, s.576).

Modelin panel veri analizi, Havuzlanmış EKK, Sabit etkiler ve Rassal etkiler yöntemleri ile incelenecektir. Ancak hangi metodun kullanılacağı F-testi ve Hausman analizi ile belirlenecektir. Hausman testi, Sabit etkiler ve Rassal etkiler tahmincileri arasında seçim yapmaya yarayan bir yöntemdir (Baltagi vd., 2001, s.362).

Diğer bir anlatımla, Hausman testi modelde bireysel etkilerin diğer tahmincilerle ilişkisiz olduğunu varsayan temel hipotez altında Sabit ve Rassal Etkileri karşılaştıran bir analizdir. Modelde en uygun modelin seçilmesi için F-istatistiği ve sonrasında Hausman test istatistiği kullanılmıştır. İlk olarak ortak etkiler modelinin mi yoksa Sabit etkiler ya da Rassal etkiler modelinin mi kullanılması gerektiğini anlamak için sabit etkiler modelinin F-istatistiği sonucu incelenmiştir. Değişkenler arasında zamana göre değişmeyen değişkenler olması durumunda kullanılan sabit etkiler, zamana göre

değişmeyen değişkenin etkisinin bir kısmını kapsayacağından, sabit etkiler modelinin seçilmesi mümkün olmamaktadır.

#### 4.1.3. Panel Birim Kök Testleri

Birim kök metodolojisinin kullanılmasında öncülüğü Nelson ve Plosser (1982) yapmıştır. Makroekonomik serilerin dalgalanmalarında reel faktörlerin devresellikten çok daha etkin olduğunu savunan bu öncü çalışmayı takip eden sonraki bazı çalışmalarda (Campbell ve Mankiw (1987) ve Perron (1989)) birim kök testleri vazgeçilmez hale gelmiştir.

Panel birim kök testi için  $Y_t$  serisinin sabitli ve sabitli - trendli regresyon denklemleri kullanılmıştır. Birim kök testleri, zaman serileri analizinde uygulamalı araştırmacılar arasında oldukça yaygın kullanılmaktadır. Bununla birlikte, son yıllarda panel veri analizinde de birim kök testleri ilgi görmektedir. Panel veri çalışmalarında kullanılan birim kök testlerini iki kısımda incelemek mümkündür:

Birinci grupta yer alan Im, Peseran, Shin (IPS) (2003) ve Fisher odaklı testler (ADF ve PP testleri gibi), bireysel birim kök testleri olarak adlandırılmaktadır. Levin, Lin, Chu (LLC) (2002); Breitung (2000) ve Hadri (2000) birim kök testleri ise ortak birim kök testleri olarak anılmaktadır.

IPS (2003) testi, aşağıdaki gibi trendli ve sabitli geniş bir regresyon denklemine dayanmaktadır.

$$\Delta y_{it} = \mu_i + \beta_i y_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{p_i} \theta_{i,k} \Delta y_{i,t-k} + \gamma_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.5)$$

Bu denklemden trend çıkartıldığı zaman sabitli model elde edilmektedir. Burada  $i = 1, 2, \dots, N$  ve  $t = 1, 2, \dots, T$  olacaktır. Bu testte sıfır hipotezi “bütün  $i$ 'ler (yani yatay kesit birimler) için  $\beta_i = 0$ ” şeklinde kurulurken, alternatif hipotez ise “en az bir  $i$  için  $\beta_i < 0$ ” şeklinde oluşturulur. Eğer sıfır hipotezi reddedilirse, serilerden en az bir ya da bir kaçının durağan olduğu sonucuna varılır. Bu test için gerekli kritik değerler, IPS (2003) tablo değerlerinden alınmaktadır. IPS (2003) ilk olarak her bir yatay kesit birimi için  $t$  istatistiği ( $t_i$ ) hesaplar. İkinci olarak,  $t_i$ 'lerin ortalaması alınarak  $\bar{Z}$  istatistiği aşağıdaki gibi bulunur:

$$\bar{Z} = \left[ \frac{\sqrt{N(\bar{t} - E(\bar{t}))}}{Var(\bar{t})} \right] \sim N(0,1)$$

Burada,  $\bar{t} = \frac{1}{N} [\sum_{i=1}^N t_i]$  şeklinde elde edilir.

LLC (2002) ise bireysel birim kök testlerinin alternatif hipotezlere karşı sınırlı gücünün olmasını tartışmıştır. Bu, küçük örneklerde kendisini daha fazla hissettirmektedir. LLC her bir yatay kesit birim için bireysel birim kök testlerine nazaran daha güçlü bir panel birim kök testi önermektedirler. Sıfır hipotezi her bir bireysel zaman serisinin birim kök içerdiği, alternatif hipotez ise her bir zaman serisi durağandır şeklinde kurulmaktadır. LLC aşağıdaki gibi bir modeli dikkate alır (Baltagi, 2005, s.240):

$$\Delta y_{it} = \rho y_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{p_i} \theta_{i,L} \Delta y_{i,t-L} + \alpha_{mi} d_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (m = 1,2,3) \quad (4.6)$$

Burada  $d_{mt}$  deterministik değişkenler vektörünü,  $\alpha_{mi}$  ise modelin katsayılar vektörünü gösterir. LLC kendi testlerini gerçekleştirebilmek için 3 adımlı bir prosedür önermişlerdir.

Birinci adımda, her bir yatay kesit birim için (3.6) no'lu regresyon modeli çalıştırılır. Gecikme uzunluğunun ( $p_i$ ) yatay kesit birimleri arasında değişmesine izin verilmektedir. T dönemi için, maksimum gecikme uzunluğu ( $p_{max}$ ) belirlenir. Şayet daha küçük gecikme uzunluğu tercih edilirse bu durumda  $\theta_{iL}$ 'nin  $t$  istatistiği kullanılır. Burada sıfır hipotezi  $\rho_i = 0$ , alternatif hipotez ise  $\rho_i < 0$  şeklinde kurulur.  $\rho_i$  belirlendikten sonra  $\Delta y_{i,t-L}$  ( $L = 1, \dots, \rho_i$ ) ve  $d_{mt}$  üzerine  $\Delta y_{i,t}$  ve  $d_{mt}$   $\Delta y_{i,t-1}$  regresyonları çalıştırılarak kalıntılar  $\hat{\varepsilon}_{it}$  ve  $\hat{v}_{it-1}$  elde edilir. Bu kalıntıların standardizasyonu aşağıdaki gibi yapılır:

$$\hat{\varepsilon}_{i,t-1} = \hat{\varepsilon}_{it} / \hat{\sigma}_{\varepsilon i} \quad (4.7)$$

$$\hat{v}_{i,t-1} = \hat{v}_{it} / \hat{\sigma}_{\varepsilon i} \quad (4.8)$$

İkinci adımda, uzun dönem standart hatanın kısa dönem standart hataya oranı tahmin edilir. Birim kökün varlığı şeklindeki sıfır hipotezi altında modelin uzun dönem varyansı aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\hat{\sigma}_{y_i}^2 = \frac{1}{T-1} \sum_{t=2}^T \Delta y_{it}^2 + 2 \sum_{L=1}^{\bar{K}} W_{\bar{K}L} \left[ \frac{1}{T-1} \sum_{t=2+L}^T \Delta y_{it} \Delta y_{i,t-L} \right] \quad (4.9)$$

Burada,  $L$  normal gecikmeyi,  $\bar{K}$  ise bir geçiş gecikmesini temsil eder.  $\bar{K}$ ,  $\hat{\sigma}_{y_i}^2$ 'nin tutarlılığını sağlayacak şekilde elde edilmelidir. Barlett çekirdeği için,  $W_{\bar{K}L} = 1 -$

$(L/(\bar{K} + 1))$  olarak hesaplanır. Her bir yatay kesit birim için, uzun dönem standart hatanın inovasyon standart hataya oranı  $\hat{S}_i = \hat{\sigma}_{y_i}^2 / \hat{\sigma}_{\varepsilon_i}$  ile hesaplanır. Ortalama standart hata için de  $\hat{S}_N = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N S_i$  formülü kullanılır.

Üçüncü adımda, panel test istatistikleri hesaplanır.  $N\tilde{T}$  gözlem sayısına sahip aşağıdaki havuzlanmış regresyon çalıştırılır:

$$\tilde{\varepsilon}_{it} = \rho \tilde{v}_{i,t-1} + \tilde{\varepsilon}_{it} \quad (4.10)$$

Burada  $\tilde{T}$ , paneldeki her bir yatay kesit birim başına ortalama gözlem sayısını ifade eder ve  $\tilde{T} = T - \bar{p} - 1$  şeklinde hesaplanır.  $\bar{p}$  ise bireysel *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) regresyonlarının ortalama gecikme uzunluğunu gösterir ve  $\bar{p} = \sum_{i=1}^N p_i / N$  şeklinde hesaplanır.  $\rho = 0$  sıfır hipotezi için geleneksel t-istatistiği  $t_\rho = \hat{\rho} / \hat{\sigma}(\hat{\rho})$  olarak bulunur. Burada  $\hat{\rho}$  ve  $\hat{\sigma}(\hat{\rho})$  aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\hat{\rho} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2+p_i}^T \tilde{v}_{i,t-1} \tilde{\varepsilon}_{it}}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2+p_i}^T \tilde{v}_{i,t-1}^2} \quad \text{ve} \quad (4.11)$$

$$\hat{\sigma}(\hat{\rho}) = \hat{\sigma}_\varepsilon / \sqrt{\left[ \sum_{i=1}^N \sum_{t=2+p_i}^T \tilde{v}_{i,t-1}^2 \right]}$$

Burada ayrıca  $\tilde{\varepsilon}_{it}$ 'nin tahmini varyansı ve  $(\hat{\sigma}_\varepsilon^2)$  düzeltilmiş t-istatistiği ( $t_\rho^*$ ) aşağıdaki gibi bulunur:

$$\hat{\sigma}_\varepsilon^2 = \frac{1}{N\tilde{T}} \sum_{i=1}^N \sum_{t=2+p_i}^T (\tilde{\varepsilon}_{it} - \hat{\rho} \tilde{v}_{i,t-1})^2 \quad (4.12)$$

$$(t_\rho^*) = t_\rho - N\tilde{T} \hat{S}_N \sigma_\varepsilon^{-2} \hat{\sigma}(\hat{\rho}) \mu_{m\tilde{T}}^* / \sigma_{m\tilde{T}}^* \sim N(0,1) \quad (4.13)$$

Buradaki  $\mu_{m\tilde{T}}^*$  ve  $\sigma_{m\tilde{T}}^*$  değerleri, LLC tarafından hesaplanmıştır. Bu çalışmada, LLC (2002) ve ADF birim kök testlerinden yararlanılmıştır.

## 4.2. Veri Seti ve Metodoloji

Uygulama, dengeli panel veri analizi yöntemiyle 111 ülke ekonomisi üzerinde 1996-2010 dönemleri arası yıllık veriler kullanılarak yapılmıştır. Ülkeler gelir düzeyleri dikkate alınarak EK-1’de liste halinde sunulan 4 grup halinde incelenmiştir:

Tüm ülkeler grubu (111 ülke), düşük gelir grubu ülkeler (28 ülke), alt-orta gelir grubu ülkeler (38 ülke) ve üst-orta gelir grubu ülkeler (Türkiye dâhil 25 ülke) olmak üzere dört alt gruba ayrılmıştır. İlgili dönemin ve ülke sayısının seçilme nedeni finansal liberalizasyonla ilgili verilerin ancak o dönem ve söz konusu ülkeler için mevcut olmasıdır.

Dengeli panel veri analizi, belirli bir dönem için çok sayıda ülkeye ya da ülke grubuna ait değişkenler arasındaki ilişkinin incelenmesine olanak tanımaktadır. Burada önemli olan konu, analize dâhil edilen tüm ülke ya da ülke grubu için aynı dönem aralığına ait verilerin mevcut olmasıdır.

Dengeli panel veri analizi gerçekleştirilirken finansal liberalizasyonun da içinde bulunduğu 6 farklı ekonomik liberalizasyon değişkeni ile büyüme ilişkisi dikkate alınmıştır. Bağımlı değişken olarak “büyüme oranı”, bağımsız değişken olarak 6 farklı ekonomik liberalizasyon değişkeni kullanılmıştır. Söz konusu ekonomik liberalizasyon değişkenleri aşağıda açıklanmıştır. Bu kapsamda kullanılan model ise şu şekildedir:

$$GDPGRO_{it} = \alpha_i + \beta_1 FINLIB_{it} + \beta_2 TRADELIB_{it} + \beta_3 FISCALIB_{it} + \beta_4 MONETLIB_{it} + \beta_5 GOVSIZE_{it} + \beta_6 NONCORR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Bu model, Türker (2009) çalışmasında kullanılmış olan model denkleminde yararlanılarak oluşturulmuştur. Farklı olarak, bu çalışmada Dünya Bankası Atlas Metodu 2010 tarafından 3 gelir grubuna ayrılmış olan GOÜ’in 1996-2010 dönemine ait veri setleri analiz edilmiştir.

### 4.2.1. Bağımlı Değişken

GSYİH artış oranı (büyüme oranı) (*GDPGRO*): 1996-2010 dönemi için 111 ülkenin GSYİH artışları/azalışları bağımlı değişken olarak alınmıştır. Büyüme oranları IMF’nin resmi internet sayfasında yer alan “*World Economic Outlook Database*” istatistiksel veri tabanından temin edilmiştir.

#### 4.2.2. Bağımsız Değişkenler

*The Heritage Foundation* internet sayfasında, 1996 yılı itibariyle hemen hemen tüm dünya ülkeleri için aşağıda listelenmiş olan çeşitli ekonomik liberalizasyon oranları yayınlamaktadır. GOÜ ve Türkiye ile sınırlandırılan çalışma konusu itibariyle, finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmek üzere G-8 ülkeleri (Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Japonya, Almanya, Fransa, İtalya, Kanada ve Rusya) dışında kalan ve kendileri için söz konusu oranların 1996-2010 yılları arasında eksiksiz biçimde belirlenmiş olduğu toplam 111 ülke analize dâhil edilmiştir.

Finansal Liberalizasyon (FINLIB): Hemen hemen tüm ülkeler, bankalar ve diğer finansal kuruluşlar üzerinde çeşitli denetimlerde bulunurlar. Hükümet tarafından yürürlüğe konulan bankacılık ve finansla ilgili aşırı düzenlemeler rekabeti sınırlar, etkinliği azaltır ve finansal girişimcilik faaliyetlerinin maliyetini artırır. Finansal liberalizasyon finansal sektörün hükümet kontrolü ve müdahalesinden bağımsızlığının olduğu kadar bankacılığın da bir etkinlik ölçüsüdür. Bankaların ve diğer finansal kurumların devlet mülkiyetinde olması rekabeti ve genellikle mevcut hizmetler kalitesini düşürecektir. Hükümet müdahalesinin en az olduğu ideal bir bankacılık ve finans ortamında, bağımsız bir merkez bankasının bankalar ve finansal kurumlar için yükleneceği denetim ve düzenleme faaliyetleri yalnızca akdi yükümlülüklerin yürütülmesi ve yolsuzluğun önlenmesi ile sınırlı kalacaktır. Kredi, piyasa koşullarına göre tahsis edilecek ve devlet bireyler ve firmalara çeşitli finansal hizmetler sunan kurumlara sahip olmayacaktır. Bankalar ise kredi sağlamak, mevduat toplamak ve döviz işlemleri gerçekleştirmekte özgür olacaktır. Yabancı finansal kuruluşlar da tıpkı yerli kuruluşlar ile eşit muamele görecektir.

Bir ülke ekonomisinin sahip olduğu finansal liberalizasyon endeks puanlaması şu beş noktaya göre değerlendirilmiştir:

- Devletin finansal hizmet denetiminin kapsamı,
- Dolaylı ve dolaysız mülkiyet yoluyla bankalar ve diğer finansal firmalar üzerindeki devlet müdahalesinin derecesi,
- Finansal ve sermaye piyasa gelişiminin kapsamı,
- Kredi tahsisinde hükümetin etkisi, ve
- Dış rekabete açıklık.

Bir ülke ekonomisinin sahip olduğu finansal liberalizasyon düzeyi yüzdesi aşağıdaki skalaya göre ayrıntılı olarak puanlanmıştır:

- 100—İhmal edilebilir (eğer mevcutsa) hükümet müdahalesi.
- 90—Minimal hükümet müdahalesi. Finansal kurumlara yönelik düzenlemeler minimaldir ancak akdi yükümlülüklerin yürütülmesi ve yolsuzluğun önlenmesi girişimlerinin ötesine geçebilir.
- 80—Nominal hükümet müdahalesi. Finansal kuruluşlarındaki devlet mülkiyeti, tüm sektör içerisinde küçük bir paya karşılık gelmektedir. Finansal kuruluşlar sundukları finansal hizmetler yönünden neredeyse hiçbir sınırlamayla karşılaşmazlar.
- 70—Sınırlı hükümet müdahalesi. Kredi tahsisi hükümet etkisinde olup, özel kredi tahsisleri neredeyse hiçbir sınırlama görmez. Finansal kuruluşlar üzerindeki hükümet mülkiyeti ölçülebilir düzeydedir. Yabancı finansal kuruluşlar ise çok az sınırlamaya maruz kalır.
- 60—Önemli hükümet müdahalesi. Merkez bankası tam bağımsız olmayıp, finansal kuruluşlara yönelik denetleme ve düzenlemeleri külfetli olmaktadır. Bunun yanı sıra, akdi yükümlülüklerin yürütülmesi ve yolsuzluğun önlenmesinde yetersiz kalmaktadır. Finansal kuruluşların hizmet sunma kabiliyetleri ise bazı sınırlamalara maruz kalmıştır.
- 50—Yüksek hükümet müdahalesi. Kredi tahsisi önemli ölçüde hükümet etkisindedir ve özel credit tahsisi önemli engellemelere maruz kalmıştır. Finansal kuruluşların hizmet sunma kabiliyetlerine önemli sınırlamalar getirilmiştir. Yabancı finansal kuruluşların faaliyetlerine ise bazı sınırlamalar getirilmiştir.
- 40—Güçlü hükümet müdahalesi. Merkez bankası hükümetin etkisinde olup, finansal kuruluşlara yönelik denetleme ve düzenlemeleri şiddetli olmaktadır. Bunun yanı sıra, akdi yükümlülüklerin yürütülmesi ve yolsuzluğun önlenmesinde çok zayıf kalmaktadır.
- 30—Geniş kapsamlı hükümet müdahalesi. Kredi tahsisi geniş kapsamlı olarak hükümet etkisindedir. Hükümet finansal kuruluşların büyük bir çoğunluğunun mülkiyetine ya da kontrolüne sahiptir. Finansal

kuruluşların faaliyetlerine ağır sınırlamalar getirilmiştir ve banka oluşumuna karşı önemli engellemeler mevcuttur. Yabancı finansal kuruluşların faaliyetleri ise önemli ölçüde sınırlandırılmıştır.

- 20—Ağır hükümet müdahalesi. Merkez bankası bağımsız olmayıp, finansal kuruluşlara karşı baskılayıcı bir denetleme uygulamaktadır. Yabancı finansal kuruluşların faaliyetleri engellenmiştir veya zora sokulmuştur.
- 10—Yarı-Baskılayıcı. Kredi tahsisi hükümet kontrolündedir. Bankacılık oluşumu sınırlandırılmıştır. Yabancı finansal kuruluşlar ise yasaklanmıştır.
- 0—Tam Baskılayıcı. Denetim düzenlemeler özel finansal kuruluşların faaliyetlerini önlemek ve yasaklamak üzere tasarlanmıştır.

Ticari Liberalizasyon (TRADELIB): Ticari liberalizasyon, bir ülkenin diğer ülkelerden serbestçe mal ve hizmet ithal etme ve yurt içindeki vatandaşların uluslararası piyasalarda herhangi bir kısıtlama olmadan, serbestçe alıcı ve satıcı olarak faaliyette bulunma yeteneğine sahip olmasını ifade eder. Ticari kısıtlamalar, ithalat ve ihracat üzerindeki vergiler, kotalar, ticaret yasakları ve düzenleyici engeller şeklinde olabilir. Ticari liberalizasyon, mal ve hizmet ithalat-ihracatını etkileyen gümrük tarifelerin ve tarife-dışı engellerin eksikliğinin bileşik bir ölçütüdür ve iki veriye dayanarak hesaplanır:

- Ticari- ağırlıklı ortalama tarife oranı ve,
- Tarife-dışı engellemeler (TDE).

Ülkeye giren farklı ithal mal ve hizmetler farklı tarifelenirler. Ağırlıklı ortalama tarife oranları tamamen nicel bir ölçüt olup, aşağıdaki temel denkleme göre hesaplanır:

$$\text{Ticari Liberalizasyon}_i = (((\text{Tarife}_{max} - \text{Tarife}_i) / (\text{Tarife}_{max} - \text{Tarife}_{min})) * 100) - \text{TDE}_i$$

Burada,

$\text{Ticari Liberalizasyon}_i$  =  $i$  ülkesi için ticari liberalizasyon ölçüsü,

$\text{Tarife}_{max}$  ve  $\text{Tarife}_{min}$  = Tarife oranlarının (%) üst ve alt sınırları,

$\text{Tarife}_i$  =  $i$  ülkesi için ağırlıklı ortalama tarife oranı (%) olarak gösterilir.

$\text{Tarife}_{min}$  doğal olarak sıfırdır ve  $\text{Tarife}_{max}$  ise %50 olarak ayarlanmıştır.

Denklemin sonunda yer alan  $TDE_i$  aşağıdaki skaladan tayin edilerek baz puandan çıkarılır:

- 20—TDE yoğun olarak birçok mal ve hizmet üzerine uygulanıyor ve/veya TDE önemli ölçüde uluslararası ticareti engelliyor ise,
- 15— TDE yaygın olarak birçok mal ve hizmet üzerine uygulanıyor ve/veya TDE potansiyel uluslararası ticaretin büyük kısmını engelliyor ise,
- 10— TDE belirli mal ve hizmetlerin korunması için uygulanıyor ve kısmen uluslararası ticaretini engelliyor ise,
- 5— TDE yaygın olmayarak çok sınırlı sayıda mal ve hizmet üzerine uygulanıyor ve/veya uluslararası ticareti çok sınırlı biçimde engelliyor ise,
- 0— TDE uluslararası ticareti sınırlamak üzere kullanılmıyor ise.

TDE kategorileri ise şöyledir:

- Miktar kısıtlamaları — ithalat kotaları; ihracat sınırlamaları; gönüllü ihracat kısıtlamaları; ithalat–ihracat ambargoları.
- Fiyat kısıtlamaları—anti-damping uygulamaları; ithalatta telafi edici vergiler; değişken tarife oranı kotaları.
- Düzenleme kısıtlamaları—lisanslama; yerli muhteviyat ve harmanlama şartları; sıhhi standartlar; emniyet ve endüstri standartları düzenlemeleri; paketleme, etiketleme ve marka tescil düzenlemeleri; reklam ve medya düzenlemeleri.
- Gümrük kısıtlamaları— gümrük değerlendirme prosedürleri; gümrük sınıflandırma prosedürleri; gümrük çıkış prosedürleri.
- Dolaysız devlet müdahalesi—sübvansiyon ve diğer yardımlar; devletin endüstri politikası ve bölgesel kalkınma önlemleri; devletçe finanse edilen araştırma ve diğer teknolojik politikalar; ulusal vergiler ve sosyal güvence; rekabet politikaları; devlet tekelleri.

Mali Liberalizasyon (FISCALIB): Mali liberalizasyon, bireylerin ve işletmelerin, gelirlerini ve servetlerini öz yararları doğrultusunda kullanmada ve kontrol etmede serbest olmalarıdır. Hükümetler özellikle vergileme yoluyla kendileri için gelir yaratarak ekonomik faaliyetler üzerine mali yükümlülükler getirebilir. Mali liberalizasyon devlet tarafından konulan vergi yükünün bir ölçüsüdür. Hem birey ve

kurumların üst vergi oranları cinsinden dolaysız vergi yükünü hem de GSYİH'nin bir yüzdesi cinsinden toplam veri gelirini kapsar. Böylece, mali liberalizasyon unsuru üç nicel faktörden oluşur:

- Bireysel gelir üzerindeki üst vergi oranı,
- Kurumsal gelir üzerindeki üst vergi oranı,
- GSYİH'nin bir yüzdesi cinsinden toplam vergi geliri.

Mali liberalizasyon unsurunu puanlandırılırken, bu nümerik değişkenlerin her biri eşit şekilde faktörün 1/3'ü olarak ağırlıklandırılır. Aşağıdaki denklemi kullanmak suretiyle, her faktör için veriler 100-puan ölçeğine çevirilir:

$$\text{Mali Liberalizasyon}_{ij} = 100 - \alpha (\text{Faktör}_{ij})^2$$

Bu denklemde,

$\text{Mali Liberalizasyon}_{ij}$  =  $i$  ülkesinde,  $j$  faktörü için mali liberalizasyon,

$\text{Faktör}_{ij}$  =  $i$  ülkesinde,  $j$  faktörünün değeri ( 0 -100 puan)

$\alpha$  = sabit katsayı (0.03) olarak gösterilir.

Parasal Liberalizasyon (MONETLIB): Bireylerin değer saklama ve mübadele aracı olarak istikrarlı ve güvenilir bir ulusal paraya ihtiyaçları vardır. Parasal liberalizasyon sağlanmaksızın uzun vadede değer oluşturmak zordur. Hükümet istikrarlı bir para politikası uyguladığında, bireyler piyasa fiyatlarına güven duyacaklar ve geleceğe yönelik doğru tahminler yapabileceklerdir. Dolayısıyla, yatırım, tasarruf ve uzun vadeli diğer hususlarla ilgili plan yapmak kolaylaşacak ve bireyler daha fazla ekonomik liberalizasyona kavuşacaklardır. Parasal liberalizasyon, fiyat istikrarı ölçütünü bir fiyat kontrolü değerlendirmesiyle birleştirir. Hem enflasyon hem de fiyat kontroller piyasa faaliyetlerini tahrif etmektedir. Mikroekonomik müdahalesiz fiyat istikrarı, serbest piyasa için ideal bir durumdur. Parasal liberalizasyon faktörünün puanlaması şu iki faktöre göre yapılmaktadır:

- Son üç yıla ait enflasyon oranlarının ağırlıklı ortalaması, ve
- Fiyat kontrolleri.

Son üç yıla ait enflasyon oranlarının ağırlıklı ortalaması, mali liberalizasyon için baz puanı oluşturan bir denklemin içindeki birincil faktördür. Fiyat kontrollerinin derecesi ise, baz puandan çıkarılmak üzere 20 puana kadar değerlendirilir. Aşağıdaki denklemde:

$$\text{Ağırlıklı Ortalama Enflasyon}_i = \theta_1 \text{Enflasyon}_{it} + \theta_2 \text{Enflasyon}_{it-1} + \theta_3 \text{Enflasyon}_{it-2}$$

$$\text{Parasal Liberalizasyon}_i = 100 - \alpha \sqrt{\text{Ağırlıklı Ortalama Enflasyon}_i} - \text{Fiyat Kontrolü}_i$$

Burada,

$\text{Enflasyon}_{it}$  =  $i$  ülkesinde,  $t$  yılı için yıllık enflasyon oranı (TÜFE) mutlak değerini,

$\text{Fiyat Kontrolü}_i$  = Fiyat kontrolü derecesine bağlı olarak 0 – 20 puan arasında tayin edilen değerleri göstermektedir.

$\alpha$  = Puanların varyansını dengeleyen bir katsayıdır ve 6.333'e eşit olarak ayarlanmıştır.

$$(\theta_1 + \theta_2 + \theta_3) = 1$$

Kamusal Büyüklük (GOVSIZE): Hükümetin getirmiş olduğu aşırı yükümlülükler ekonomik liberalizasyon üzerinde, kamu harcamaları ve kamu gelirleri yaratılması açısından etkili bir faktördür. Kamu ağırlıklı bir ekonomi büyük harcamalar yardımıyla hızlı büyümeyi sağlayabilse de; bu durum, liberalizasyonu azaltarak ülkenin büyüme potansiyeli üzerinde uzun dönemli olumsuz etkiler doğurabilmektedir. Bu unsur, kamu harcamalarını GSYİH'nın bir yüzdesi olarak kabul eder. Kamu harcamaları, tüketim ve transferleri de kapsamak üzere, tüm puanlamayı oluşturur. İdeal bir kamu harcaması seviyesi tanımlaması yapma yönünde hiçbir girişim yoktur. Zira kültürel, coğrafi ve kalkınmışlık gibi faktörlere bağlı olarak ideal seviye ülkeden ülkeye farklılık gösterecektir.

Yöntem, sıfır kamu harcamasını bir “benchmark” olarak belirler ve sonuç olarak az kamu kapasitesine sahip az gelişmiş ülkelerin yapay olarak yüksek puan alması olasıdır. Kamu harcaması puanlama skalası doğrusal değildir; yani sıfıra yakın kamu harcamaları için fazla puan azaltılmazken, %30 düzeyi üzerinde kamu harcamasına sahip ülkeler çok daha düşük puanlar alabilmektedir.

Kullanılan kamu harcaması denklemi aşağıdadır:

$$KH_i = 100 - \alpha (\text{Harcamalar}_i)^2$$

Burada,

$KH_i$  =  $i$  ülkesinde kamu harcaması puanını,

$\text{Harcamalar}_i$  = GSYİH'nın bir parçası olarak (0–100 arasında) toplam kamu harcaması miktarının tüm seviyelerini göstermektedir.

$\alpha$  = Puanlar arasında değişmeyi kontrol eden bir katsayıdır ve 0,03 olarak ayarlanmıştır.

Yozlaşma/Yolsuzluk olmayışı (NONCORR): Ekonomik yozlaşma veya yolsuzluk, sistemdeki bozulma ve bireylerin kişisel menfaat sağlama yeteneği olarak tanımlanabilir. Yozlaşma ve yolsuzluk, iktisadi ilişkileri güvensizlik ve belirsizlik yaratarak baltalar. Bu öge ile ilgili puanlama esas olarak Yolsuzluk/Yozlaşma Algısı Endeksi'nde (*CPI- Corruption Perceptions Index*) türetilmektedir.

Bu endeks, 0-10 arasında (0 aşırı yozlaşma ve 10 minimal yozlaşma olmak üzere) değişen bir skalaya bağlıdır. Yozlaşma/Yolsuzluk olmayışını puanlaması ise, CPI x 10 olarak yapılmaktadır. Kendisi için CPI üretilmemiş olan ülkeler için ise Yozlaşma/Yolsuzluk olmayışı puanlaması yapılırken uluslararası tanınmış ve güvenilir kaynakların sağladığı kalitatif bilgiler dikkate alınmaktadır.

### 4.3. Ampirik Bulgular

Burada finansal liberalizasyonu da içeren 6 ekonomik liberalizasyon değişkeni ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin analizinden elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Çalışmanın ampirik bulguları, değişkenlerin bazı tanımlayıcı istatistikleri, birim kök test sonuçları ve panel regresyon analizi sonuçları olmak üzere 3 kısımda ele alınabilir.

#### 4.3.1. Bağımlı / Bağımsız Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Tahmin sonuçlarını elde etmeden önce, Panel veri analizinde kullanılan ve 4 ayrı ülke grubu için ayrı ayrı hesaplanmış olan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait temel bazı tanımlayıcı istatistikleri Tablo 1, Tablo 2, Tablo 3 ve Tablo 4'de sunulmuştur. Tablo 1'den de görülebileceği üzere, 1996-2010 yılları arasında 111 ülkedeki ortalama büyüme hızı %4 olarak gerçekleşmiştir.

Söz konusu ülkelerin aynı dönem içerisindeki finansal liberalizasyon oranı ortalama %51, ticari liberalizasyon oranı ortalama %65, mali liberalizasyon oranı ortalama %74, parasal liberalizasyon oranı ortalama %72, kamusal büyüklük oranı ortalama %71 ve yozlaşma/yolsuzluk olmayış oranı ise ortalama %37 olarak göze çarpmaktadır.

Diğer yandan, değişkenlerin başta standart sapma olmak üzere diğer istatistiksel değerleri Tablo 1'de detaylı olarak verilmiştir.

**Tablo 1**  
**Tüm Ülkeler Grubu için Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler**

	<i>GDPGRO</i>	<i>FINLIB</i>	<i>TRADELIB</i>	<i>FISCALIB</i>	<i>MONETLIB</i>	<i>GOVSIZE</i>	<i>NONCORR</i>
<b>Ortalama</b>	4.276235	50.9009	65.6366	74.1297	72.17905	71.35	37.21959
<b>Medyan</b>	4.4575	50	68	75.1	75.4	76	32
<b>Maksimum</b>	34.5	90	95	99.9	95.4	99.3	96
<b>Minimum</b>	-17.96	10	0	32.2	0	0	4
<b>Standart Sapma</b>	3.888958	18.0572	15.62671	12.7775	14.74168	18.8755	18.61909
<b>Çarpıklık</b>	-0.31	-0.06	-1.13	-0.38	-2.56	-1.03	0.86268
<b>Basıklık</b>	8.758157	2.73326	4.543862	3.29651	11.97238	3.71699	3.54845
<b>Gözlem Sayısı</b>	1665	1665	1665	1665	1665	1665	1665

Tablo 2’den de görülebileceği üzere, 1996-2010 yılları arasında düşük gelir grubuna dâhil olan 28 ülkedeki ortalama büyüme hızı %5 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu ülkelerin aynı dönem içerisindeki finansal liberalizasyon oranı ortalama %43, ticari liberalizasyon oranı ortalama %59, mali liberalizasyon oranı ortalama %72, parasal liberalizasyon oranı ortalama %71, kamusal büyüklük oranı ortalama %80 ve yozlaşma/yolsuzluk olmayış oranı ise ortalama %25 olarak göze çarpmaktadır. Ayrıca, değişkenlerin başta standart sapma olmak üzere diğer istatistiksel değerleri Tablo 2’de detaylı olarak verilmiştir.

**Tablo 2**  
**Düşük Gelir Grubu Ülkeler için Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler**

	<i>GDPGRO</i>	<i>FINLIB</i>	<i>TRADELIB</i>	<i>FISCALIB</i>	<i>MONETLIB</i>	<i>GOVSIZE</i>	<i>NONCORR</i>
<b>Ortalama</b>	5.037431	42.7679	58.74777	72.2344	70.69018	80.3176	24.98438
<b>Medyan</b>	5.218	50	61.8	74.5	72.25	83.05	26
<b>Maksimum</b>	21.177	70	85.8	92.8	90.4	98.7	70
<b>Minimum</b>	-12.41	10	0	32.2	13.8	0	4
<b>Standart Sapma</b>	3.285751	14.5912	15.3087	10.8594	10.90963	12.8486	10.36006
<b>Çarpıklık</b>	-0.61	-0.05	-1.32	-1.18	-1.4	-1.77	0.44542
<b>Basıklık</b>	7.287554	2.59616	4.944552	4.32278	6.602783	8.00388	3.722829
<b>Gözlem Sayısı</b>	420	420	420	420	420	420	420

Tablo 3’den de görülebileceği üzere, 1996-2010 yılları arasında alt-orta gelir grubuna dâhil olan 38 ülkedeki ortalama büyüme hızı %4 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu ülkelerin aynı dönem içerisindeki finansal liberalizasyon oranı ortalama %47, ticari liberalizasyon oranı ortalama %63, mali liberalizasyon oranı ortalama %74, parasal liberalizasyon oranı ortalama %70, kamusal büyüklük oranı ortalama %74 ve yozlaşma/yolsuzluk olmayış oranı ise ortalama %29 olarak göze çarpmaktadır. Öte

yandan, değişkenlerin başta standart sapma olmak üzere diğer istatistiksel değerleri Tablo 3’de detaylı olarak verilmiştir.

**Tablo 3**

***Alt-Orta Gelir Grubu Ülkeler için Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler***

	<i>GDPGRO</i>	<i>FINLIB</i>	<i>TRADELIB</i>	<i>FISCALIB</i>	<i>MONETLIB</i>	<i>GOVSIZE</i>	<i>NONCORR</i>
<b>Ortalama</b>	4.348439	47.0888	63.56546	73.8975	69.93224	73.8859	29.35691
<b>Medyan</b>	4.295	50	66.4	76	73.4	76.7	30
<b>Maksimum</b>	34.5	90	89.2	97.6	91.1	99.3	70
<b>Minimum</b>	-1510000	10	15	36.6	0	0	10
<b>Standart Sapma</b>	4.027757	17.1507	14.36963	11.9654	16.49582	18.1668	10.87139
<b>Çarpıklık</b>	0.491383	-0.33	-1114365	-0.8	-2783504	-1278892	0.201477
<b>Basıklık</b>	12.48011	2.4878	4.255222	3.49935	11.86881	4.75771	3.063032
<b>Gözlem Sayısı</b>	570	570	570	570	570	570	570

Tablo 4’den de görülebileceği üzere, 1996-2010 yılları arasında üst-orta gelir grubuna dâhil olan 25 ülkedeki ortalama büyüme hızı %4 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu ülkelerin aynı dönem içerisindeki finansal liberalizasyon oranı ortalama %54, ticari liberalizasyon oranı ortalama %69, mali liberalizasyon oranı ortalama %75, parasal liberalizasyon oranı ortalama %70, kamusal büyüklük oranı ortalama %65 ve yozlaşma/yolsuzluk olmayış oranı ise ortalama %40 olarak göze çarpmaktadır. Diğer yandan, değişkenlerin başta standart sapma olmak üzere diğer istatistiksel değerleri Tablo 4’de detaylı olarak verilmiştir.

**Tablo 4**

***Üst-Orta Gelir Grubu Ülkeler için Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler***

	<i>GDPGRO</i>	<i>FINLIB</i>	<i>TRADELIB</i>	<i>FISCALIB</i>	<i>MONETLIB</i>	<i>GOVSIZE</i>	<i>NONCORR</i>
<b>Ortalama</b>	3.705638	53.825	69.2915	74.7565	70.08975	65.2225	40.545
<b>Medyan</b>	4.256	50	71.6	75.6	74.4	68.2	39.5
<b>Maksimum</b>	18.287	90	90	98.5	95.4	93.1	79
<b>Minimum</b>	-17.96	10	20	32.3	0	0	10
<b>Standart Sapma</b>	4.279126	16.7876	13.68086	12.5099	17.5256	18.684	14.34914
<b>Çarpıklık</b>	-1.07	-0.29	-1.02	-0.66	-2.03	-0.91	0.174599
<b>Basıklık</b>	5.929701	3.04997	4.261937	3.68652	7.848125	3.41481	3.016211
<b>Gözlem Sayısı</b>	375	375	375	375	375	375	375

#### 4.3.2. Panel Birim Kök Test Sonuçları

Sahte regresyon sorunu ile karşılaşmamak için her bir değişkenin durağan düzeyleri ile regresyon analizine katılması gerekir. Bu bağlamda, değişkenlerin durağanlık testlerinin yapılması önem arz etmektedir.

**Tablo 5**  
**Tüm Ülkeler Grubu için LLC ve ADF Birim Kök Test Sonuçları**

Değişkenler	Modeller	LLC	Olasılık	Sonuç	ADF	Olasılık	Sonuç
<b>GDPGRO</b>	Sabitli	-22,5532*	0.0000	$I(0)$	658,767*	0.0000	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-20,6842*	0.0000	$I(0)$	539,444*	0.0000	$I(0)$
<b>FINLIB</b>	Sabitli	-4,66992*	0.0000	$I(0)$	323,205*	0.0000	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-5,44887*	0.0000	$I(0)$	348,140*	0.0000	$I(0)$
<b>TRADELIB</b>	Sabitli	-6,69427*	0.0000	$I(0)$	292,017*	0.0011	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-14,151*	0.0000	$I(0)$	414,464*	0.0000	$I(0)$
<b>FISCALIB</b>	Sabitli	-4,37583*	0.0000	$I(0)$	311,393*	0.0000	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-50,9669*	0.0000	$I(0)$	359,585*	0.0000	$I(0)$
<b>MONETLIB</b>	Sabitli	-17,0061*	0.0000	$I(0)$	439,75*	0.0000	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-14,8076*	0.0000	$I(0)$	318,509*	0.0000	$I(0)$
<b>GOVSIZE</b>	Sabitli	-15,4053*	0.0000	$I(0)$	506,45*	0.0000	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-12,2264*	0.0000	$I(0)$	398,564*	0.0000	$I(0)$
<b>NONCORR</b>	Sabitli	-13,2949*	0.0000	$I(0)$	463,734*	0.0000	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-17,8259*	0.0000	$I(0)$	461,473*	0.0000	$I(0)$

(\*)%1 seviyesinde anlamlıdır. Gecikme değerleri SIC'e göre belirlenmiştir.

Her bir serinin durağanlığının analizinde kullanılan Levin, Lin, Chu (LLC) (2002) ve Augmented Dickey-Fuller (ADF) birim kök test sonuçları, Tablo 5, Tablo 6, Tablo 7 ve Tablo 8'de 4 ülke grubu için ayrı ayrı sunulmuştur. Analizlerde sabitli ve sabitli-trendli olmak üzere iki model kullanılmıştır. Değişkenler için gecikme değerleri, Schwarz Bilgi Kriteri (SIC) dikkate alınarak göre otomatik olarak belirlenmiştir. Tüm ülke grubu için gerçekleştirilen birim kök testi sonuçları incelendiğinde, tüm serilerin %1 anlamlılık seviyesinde  $I(0)$  olduğu, diğer bir ifade ile durağan olduğu gözlenmektedir.

**Tablo 6**  
**Düşük Gelir Grubu Ülkeler için LLC ve ADF Birim Kök Test Sonuçları**

Değişkenler	Modeller	LLC	Olasılık	Sonuç	ADF	Olasılık	Sonuç
<b>GDPGRO</b>	Sabitli	-8,61141*	0.0000	$I(0)$	185,651*	0.0000	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-9,90114*	0.0000	$I(0)$	160,338*	0.0000	$I(0)$
<b>FINLIB</b>	Sabitli	-3,44751*	0.0003	$I(0)$	76,3307*	0.0424	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-3,6487*	0.0001	$I(0)$	84,9282*	0.0421	$I(0)$
<b>TRADELIB</b>	Sabitli	-4,48584*	0.0000	$I(0)$	87,1027*	0.0049	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-7,12842*	0.0000	$I(0)$	125,857*	0.0000	$I(0)$
<b>FISCALIB</b>	Sabitli	-1,94396**	0.0259	$I(0)$	75,2426*	0.0441	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-3,94842*	0.0000	$I(0)$	80,5394*	0.0175	$I(0)$
<b>MONETLIB</b>	Sabitli	-7,43793*	0.0000	$I(0)$	113,227*	0.0000	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-4,67497*	0.0000	$I(0)$	75,6518**	0.0412	$I(0)$
<b>GOVSIZE</b>	Sabitli	-5,1026*	0.0000	$I(0)$	93,0503*	0.0014	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-5,1026*	0.0000	$I(0)$	93,0503*	0.0014	$I(0)$
<b>NONCORR</b>	Sabitli	-4,66716*	0.0000	$I(0)$	94,753*	0.0005	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-4,23884*	0.0000	$I(0)$	92,8875*	0.0014	$I(0)$

(\*)%1 seviyesinde anlamlı, (\*\*) %5 seviyesinde anlamlıdır. Gecikme değerleri SIC'e göre belirlenmiştir.

Düşük gelir grubu ülkeler için gerçekleştirilen birim kök testi sonuçları incelendiğinde, tüm serilerin %1 anlamlılık seviyesinde  $I(0)$  olduğu, diğer bir ifade ile durağan olduğu gözlenmektedir.

Alt-orta gelir grubu ülkeler için gerçekleştirilen birim kök testi sonuçları incelendiğinde, tüm serilerin %1 anlamlılık seviyesinde  $I(0)$  olduğu, diğer bir ifade ile durağan olduğu gözlenmektedir.

**Tablo 7**  
**Alt-Orta Gelir Grubu Ülkeler için LLC ve ADF Birim Kök Test Sonuçları**

Değişkenler	Modeller	LLC	Olasılık	Sonuç	ADF	Olasılık	Sonuç
<b>GDPGRO</b>	Sabitli	-17,4161*	0.0000	$I(0)$	242,808*	0.0000	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-13,7492*	0.0000	$I(0)$	197,870*	0.0000	$I(0)$
<b>FINLIB</b>	Sabitli	-2,59403*	0.0047	$I(0)$	82,7398*	0.0070	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-4,27847*	0.0000	$I(0)$	76,7645*	0.0081	$I(0)$
<b>TRADELIB</b>	Sabitli	-4,79722*	0.0000	$I(0)$	124,729*	0.0003	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-7,62242*	0.0000	$I(0)$	106,008*	0.0059	$I(0)$
<b>FISCALIB</b>	Sabitli	-5,67094*	0.0000	$I(0)$	121,985*	0.0006	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-5,13739*	0.0000	$I(0)$	110,758*	0.0057	$I(0)$
<b>MONETLIB</b>	Sabitli	-17,5295*	0.0000	$I(0)$	168,841*	0.0000	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-12,9424*	0.0000	$I(0)$	126,895*	0.0002	$I(0)$
<b>GOVSIZE</b>	Sabitli	-12,5075*	0.0000	$I(0)$	159,228*	0.0000	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-8,82599*	0.0000	$I(0)$	154,042*	0.0000	$I(0)$
<b>NONCORR</b>	Sabitli	-7,99993*	0.0000	$I(0)$	121,518*	0.0004	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-17,7359*	0.0000	$I(0)$	160,667*	0.0000	$I(0)$

(\*)%1 seviyesinde anlamlıdır. Gecikme değerleri SIC'e göre belirlenmiştir.

**Tablo 8**  
**Üst-Orta Gelir Grubu Ülkeler için LLC ve ADF Birim Kök Test Sonuçları**

Değişkenler	Modeller	LLC	Olasılık	Sonuç	ADF	Olasılık	Sonuç
<b>GDPGRO</b>	Sabitli	-9,92912*	0.0000	$I(0)$	135,034*	0.0000	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-9,2584*	0.0000	$I(0)$	103,017*	0.0000	$I(0)$
<b>FINLIB</b>	Sabitli	-1,96585**	0.0247	$I(0)$	76,2143*	0.0082	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-2,75647*	0.0029	$I(0)$	82,9631*	0.0075	$I(0)$
<b>TRADELIB</b>	Sabitli	-5,25687*	0.0000	$I(0)$	68,208**	0.0443	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-8,30564*	0.0000	$I(0)$	98,8078*	0.0000	$I(0)$
<b>FISCALIB</b>	Sabitli	-3,87413*	0.0010	$I(0)$	67,5692**	0.0495	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-54,5362*	0.0000	$I(0)$	106,304*	0.0000	$I(0)$
<b>MONETLIB</b>	Sabitli	-3,25467*	0.0006	$I(0)$	91,8157*	0.0003	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-4,9171*	0.0000	$I(0)$	73,378**	0.0411	$I(0)$
<b>GOVSIZE</b>	Sabitli	-8,348*	0.0000	$I(0)$	147,336*	0.0000	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-5,61437*	0.0000	$I(0)$	85,2712*	0.0014	$I(0)$
<b>NONCORR</b>	Sabitli	-6,71212*	0.0000	$I(0)$	124,640*	0.0000	$I(0)$
	Sabitli+Trendli	-5,9728*	0.0000	$I(0)$	99,6102*	0.0000	$I(0)$

(\*)%1 seviyesinde anlamlı, (\*\*) %5 seviyesinde anlamlıdır. Gecikme değerleri SIC'e göre belirlenmiştir.

Üst-orta gelir grubu ülkeler için gerçekleştirilen birim kök testi sonuçları incelendiğinde, tüm serilerin %1 anlamlılık seviyesinde  $I(0)$  olduğu, diğer bir ifade ile durağan olduğu gözlenmektedir. LLC (2002) ve ADF birim kök testlerinin sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde, analize dâhil olan tüm değişkenlerin düzeyinde durağan, yani  $I(0)$  oldukları anlaşılmaktadır. Serilerin durağan düzeyleri, bundan sonraki aşamada ekonomik büyüme ve 6 farklı ekonomik liberalizasyon değişkeni arasındaki ilişkinin analiz edilmesinde daha rahat kullanılabilir.

#### 4.3.3. Panel Regresyon Analizi Sonuçları

Durağanlık analizinden sonra, öncelikle Havuzlanmış EKK regresyonu gerçekleştirilecektir.

##### 4.3.3.1. Havuzlanmış EKK Regresyon Modeli

Bu çalışmada, yatay kesit ve zaman boyutu ihmal edilmekte yani yatay kesit ve zaman etkilerinin olmadığı kabul edildiğinden Havuzlanmış EKK Modeli üzerinde odaklanılmıştır. Analizlerin başlangıcında 4 farklı ülke grubu için ayrı ayrı tahmin edilen

**Tablo 9**  
**Tüm Ülkeler Grubu için Havuzlanmış EKK Sonuçları**

Değişkenler	Havuzlanmış EKK		
	Katsayı (Olasılık)	Standart Hata	t- istatistiği
Sabit	2.843513** (0.0182)	1.203138	2.363414
<i>FINLIB</i>	-0.029063* (0.0009)	0.008696	-3.341981
<i>TRADELIB</i>	-0.001517 (0.8679)	0.011776	2.614071
<i>FISCALIB</i>	0.030783* (0.0090)	0.009118	-0.166410
<i>MONETLIB</i>	0.008450 (0.4440)	0.011036	0.765685
<i>GOVSIZE</i>	0.004784 (0.5367)	0.007742	0.617951
<i>NONCORR</i>	-0.007798 (0.3828)	0.008933	-0.872963
<i>AR(1)</i>	0.377272* (0.0000)	0.022334	16.89244
R <sup>2</sup>	0.174774		
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.171288		
F istatistiği	50.13348 (0.0000)		
Durbin-Watson istatistiği	2.088862		

Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini gösterir. (\*) %1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*) %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*\*) %10 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

Havuzlanmış EKK sonuçlarında ilk andaki Durbin-Watson istatistiklerine bakarak birinci dereceden otokorelasyon sorunu olduğu görülmüştür. Bu nedenle otokorelasyon sorununu gidermek için Tablo 9’da görüldüğü üzere  $AR(1)$  süreci işletilmiştir.

Tablo 9’da bulunan sonuçlar incelendiğinde Durbin-Watson Test istatistiğinin 2’ye yakın çıkmış olması, otokorelasyonun mevcut olmadığı şeklinde anlaşılabilir. Ayrıca, F-istatistiği modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Belirlilik katsayısı ( $R^2$ ) ise, modelin tahmin gücünün 0.174 olduğunu göstermektedir.

Modeldeki bağımsız değişkenlerin katsayıları ve olasılık değerleri incelendiğinde, Tüm Ülkeler grubu için Havuzlanmış EKK Regresyon sonuçlarına göre, ekonomik büyüme ile bağımsız değişkenlerden sadece Finansal Liberalizasyon (*negatif yönde*) ve Mali Liberalizasyon (*pozitif yönde*) arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

**Tablo 10**  
**Düşük Gelir Grubu Ülkeler için Havuzlanmış EKK Sonuçları**

Değişkenler	Havuzlanmış EKK		
	Katsayı (Olasılık)	Standart Hata	t- istatistiği
Sabit	4.305733 (0.1014)	2.622663	1.641741
<i>FINLIB</i>	-0.029401** (0.0421)	0.015095	-1.947796
<i>TRADELIB</i>	0.001726 (0.8960)	0.013199	0.130791
<i>FISCALIB</i>	0.047311** (0.0138)	0.019131	2.472974
<i>MONETLIB</i>	0.030185 (0.1355)	0.020183	1.495556
<i>GOVSIZE</i>	-0.041716** (0.0149)	0.017059	-2.445440
<i>NONCORR</i>	-0.018460 (0.3994)	0.021886	-0.843481
<i>AR(1)</i>	0.240881* (0.0000)	0.046900	5.136076
$R^2$	0.124392		
Düzeltilmiş $R^2$	0.109515		
F istatistiği	8.361445 (0.0000)		
Durbin-Watson istatistiği	2.036536		

Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini gösterir. (\*) %1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*) %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*\*) %10 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 10’da bulunan sonuçlar incelendiğinde Durbin-Watson Test istatistiğinin 2’ye yakın çıkmış olması, otokorelasyonun mevcut olmadığı şeklinde anlaşılabilir.

Ayrıca, F-istatistiği modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Belirlilik katsayısı ( $R^2$ ) ise, modelin tahmin gücünün 0.124 olduğunu göstermektedir.

Modeldeki bağımsız değişkenlerin katsayıları ve olasılık değerleri incelendiğinde, Düşük gelir grubu ülkeler için Havuzlanmış EKK Regresyon sonuçlarına göre, ekonomik büyüme ile bağımsız değişkenlerden sadece Finansal Liberalizasyon (*negatif yönde*), Mali Liberalizasyon (*pozitif yönde*) ve Kamusal Büyüklük (*negatif yönde*) arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Tablo 11’de bulunan sonuçlar incelendiğinde Durbin-Watson Test istatistiğinin 2’ye yakın çıkmış olması, otokorelasyonun mevcut olmadığı şeklinde anlaşılabilir. Ayrıca, F-istatistiği modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Belirlilik katsayısı ( $R^2$ ) ise, modelin tahmin gücünün 0.219 olduğunu göstermektedir.

Modeldeki bağımsız değişkenlerin katsayıları ve olasılık değerleri incelendiğinde, Alt-orta gelir grubu ülkeler için Havuzlanmış EKK Regresyon sonuçlarına göre, ekonomik büyüme ile bağımsız değişkenlerden sadece Finansal Liberalizasyon (*negatif yönde*) arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

**Tablo 11**  
**Alt-Orta Gelir Grubu Ülkeler için Havuzlanmış EKK Sonuçları**

Değişkenler	Havuzlanmış EKK		
	Katsayı (Olasılık)	Standart Hata	t- istatistiği
Sabit	4.486561** (0.0405)	2.184907	2.053433
<i>FINLIB</i>	-0.027839*** (0.0917)	0.016477	-1.689542
<i>TRADELIB</i>	0.002954 (0.8727)	0.025242	0.288922
<i>FISCALIB</i>	0.025242 (0.7727)	0.018427	0.160309
<i>MONETLIB</i>	-0.010749 (0.5577)	0.018323	-0.586666
<i>GOVSIZE</i>	0.015284 (0.2795)	0.014118	1.082550
<i>NONCORR</i>	0.003015 (0.9009)	0.024206	0.124552
<i>AR(1)</i>	0.434456* (0.0000)	0.037198	11.67954
$R^2$	0.219074		
Düzeltilmiş $R^2$	0.209347		
F istatistiği	22.52261 (0.0000)		
Durbin Watson istatistiği	2.036536		

Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini gösterir. (\*) %1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*) %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*\*) %10 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 12’de bulunan sonuçlar incelendiğinde Durbin-Watson Test istatistiğinin 2’ye yakın çıkmış olması, otokorelasyonun mevcut olmadığı şeklinde anlaşılabilir. Ayrıca, F-istatistiği modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Belirlilik katsayısı ( $R^2$ ) ise, modelin tahmin gücünün 0.136 olduğunu göstermektedir.

Modeldeki bağımsız değişkenlerin katsayıları ve olasılık değerleri incelendiğinde, Üst-orta gelir grubu ülkeler için Havuzlanmış EKK Regresyon sonuçlarına göre, ekonomik büyüme ile bağımsız değişkenlerden sadece Finansal Liberalizasyon (*negatif yönde*) ve Mali Liberalizasyon (*pozitif yönde*) arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

**Tablo 12**  
**Üst-Orta Gelir Grubu Ülkeler için Havuzlanmış EKK Sonuçları**

Değişkenler	Havuzlanmış EKK		
	Katsayı (Olasılık)	Standart Hata	t- istatistiği
Sabit	1.237912 (0.6255)	2.533876	0.488545
<i>FINLIB</i>	-0.033481*** (0.0749)	0.018745	-1.786116
<i>TRADELIB</i>	-0.005147 (0.8265)	0.027521	2.227512
<i>FISCALIB</i>	0.061303** (0.0265)	0.023462	-0.219369
<i>MONETLIB</i>	0.006646 (0.7484)	0.020703	0.321000
<i>GOVSIZE</i>	-0.006428 (0.7039)	0.016900	-0.380350
<i>NONCORR</i>	-0.001010 (0.9656)	0.023424	-0.043121
<i>AR(1)</i>	0.326925* (0.0000)	0.048427	6.750950
$R^2$	0.136135		
Düzeltilmiş $R^2$	0.119658		
F istatistiği	8.262140 (0.0000)		
Durbin Watson İstatistiği	2.030203		

Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini gösterir. (\*) %1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*) %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*\*) %10 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

#### 4.3.3.2. SEM veya REM modeli seçimi

Havuzlanmış EKK regresyonu gerçekleştirilmesini takiben, panel veri analizine geçmeden önce en uygun modelin seçilmesi gerekmektedir. Bunun için F-testi ve Hausman testlerinden yararlanılmıştır. Elde edilen sonuca göre, Sabit ya da Rassal Etkiler Modellerinin tahmincilerinden birinin etkin olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Bu modellerin hangisinin kullanılacağına ilişkin anlaşılması için, Tablo 13, Tablo 14, Tablo 15 ve Tablo 16’de gösterilen Rassal Etkiler Modeline ait Hausman test sonuçları incelenmiştir. Test sonucuna göre, Rassal Etkiler tahmincisinin etkin olduğunu öne süren boş hipotezi red edilememektedir. Dolayısıyla, Model (1) için Rassal Etkiler Modelinin (REM) tahmincisinin etkin olduğu görülmektedir.

**Tablo 13**  
**Tüm ülkeler Grubu için REM Sonuçları**

Değişkenler	Rassal Etkiler Modeli (REM)		
	Katsayı (Olasılık)	Standart Hata	t - istatistiği
Sabit	1.852484** (0.0342)	0.874007	2.119531
<i>FINLIB</i>	-0.023587* (0.0002)	0.006219	-3.792490
<i>TRADELIB</i>	0.004873 (0.5005)	0.007231	0.673925
<i>FISCALIB</i>	0.015634** (0.0416)	0.008359	1.870235
<i>MONETLIB</i>	0.001690 (0.8331)	0.008018	0.210739
<i>GOVSIZE</i>	0.005248 (0.3449)	0.005555	0.944805
<i>NONCORR</i>	-0.001535 (0.8096)	0.006373	-0.240929
<i>GDPGRO (-1)</i>	0.391954* (0.0000)	0.023015	17.03041
R <sup>2</sup>	0.317671		
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.308950		
F istatistiği	36.42527 (0.0000)		
Durbin-Watson istatistiği	2.110124		
Hausman Test İstatistiği	5.306362 (0.5052)		

Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini gösterir. (\*) %1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*) %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*\*) %10 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 13’de bulunan sonuçlar incelendiğinde Durbin-Watson Test istatistiğinin 2’ye yakın çıkmış olması, otokorelasyonun mevcut olmadığı şeklinde anlaşılabilir. Ayrıca, F-istatistiği modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Belirlilik katsayısı ( $R^2$ ) ise, modelin tahmin gücünün 0.317 olduğunu göstermektedir.

Modeldeki bağımsız değişkenlerin katsayıları ve olasılık değerleri incelendiğinde, Düşük gelir grubu ülkeler için Rassal Etkiler Modeli sonuçlarına göre, ekonomik büyüme ile bağımsız değişkenlerden sadece Finansal Liberalizasyon (*negatif yönde*) ve Mali Liberalizasyon (*pozitif yönde*) arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

**Tablo 14**  
**Düşük Gelir Grubu Ülkeler için REM Sonuçları**

Değişkenler	Rassal Etkiler Modeli (REM)		
	Katsayı (Olasılık)	Standart Hata	t - istatistiği
Sabit	3.703349 (0.1128)	2.330115	1.589342
<i>FINLIB</i>	-0.026522** (0.0169)	0.011056	-2.398782
<i>TRADELIB</i>	-0.001218 (0.9003)	0.009717	-0.125329
<i>FISCALIB</i>	0.033401** (0.0109)	0.013057	2.558174
<i>MONETLIB</i>	0.024620 (0.1843)	0.018515	1.329730
<i>GOVSIZE</i>	-0.033034** (0.0278)	0.014958	-2.208374
<i>NONCORR</i>	-0.013579 (0.4787)	0.019152	-0.709010
<i>GDPGRO (-1)</i>	0.255297* (0.0000)	0.054153	4.714369
<b>R<sup>2</sup></b>	0.125836		
<b>Düzeltilmiş R<sup>2</sup></b>	0.110984		
<b>F istatistiği</b>	8.472527 (0.0000)		
<b>Durbin-Watson istatistiği</b>	2.070728		
<b>Hausman Test İstatistiği</b>	5.984240 (0.4250)		

Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini gösterir. (\*) %1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*) %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*\*) %10 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 14’de bulunan sonuçlar incelendiğinde Durbin-Watson Test istatistiğinin 2’ye yakın çıkmış olması, otokorelasyonun mevcut olmadığı şeklinde anlaşılabilir. Ayrıca, F-istatistiği modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Belirlilik katsayısı ( $R^2$ ) ise, modelin tahmin gücünün 0.125 olduğunu göstermektedir.

Modeldeki bağımsız değişkenlerin katsayıları ve olasılık değerleri incelendiğinde, Düşük Gelir Grubuna dâhil olan ülkeler için Rassal Etkiler Modeli sonuçlarına göre, ekonomik büyüme ile bağımsız değişkenlerden sadece Finansal Liberalizasyon (*negatif yönde*), Mali Liberalizasyon (*pozitif yönde*) ve Kamusal Büyüklük (*negatif yönde*) arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Tablo 15’de bulunan sonuçlar incelendiğinde Durbin-Watson Test istatistiğinin 2’ye yakın çıkmış olması, otokorelasyonun mevcut olmadığı şeklinde anlaşılabilir. Ayrıca, F-istatistiği modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Belirlilik katsayısı ( $R^2$ ) ise, modelin tahmin gücünün 0.233 olduğunu göstermektedir.

Modeldeki bağımsız değişkenlerin katsayıları ve olasılık değerleri incelendiğinde, Alt-orta Gelir Grubuna dâhil olan ülkeler için Rassal Etkiler Modeli sonuçlarına göre, ekonomik büyüme ile bağımsız değişkenlerden sadece Finansal Liberalizasyon (*negatif yönde*) arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

**Tablo 15**  
**Alt-Orta Gelir Grubu Ülkeler için REM Sonuçları**

Değişkenler	Rassal Etkiler Modeli		
	Katsayı (Olasılık)	Standart Hata	t - istatistiği
Sabit	2.936357** (0.0448)	1.459998	2.011206
<i>FINLIB</i>	-0.023242** (0.0558)	0.012128	-1.916394
<i>TRADELIB</i>	0.000509 (0.9721)	0.014565	0.034958
<i>FISCALIB</i>	0.005008 (0.7513)	0.015798	0.317040
<i>MONETLIB</i>	-0.012621 (0.3213)	0.012715	-0.992606
<i>GOVSIZE</i>	0.011254 (0.2548)	0.009873	1.139940
<i>NONCORR</i>	0.008987 (0.5954)	0.016912	0.531371
<i>GDPGRO (-1)</i>	0.439012* (0.0000)	0.040953	10.71993
R <sup>2</sup>	0.232788		
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.223232		
F istatistiği	24.36031 (0.0000)		
Durbin-Watson istatistiği	2.130483		
Hausman Test İstatistiği	7.446061 (0.2816)		

Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini gösterir. (\*) %1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*) %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*\*) %10 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 16'da bulunan sonuçlar incelendiğinde Durbin-Watson Test istatistiğinin 2'ye yakın çıkmış olması, otokorelasyonun mevcut olmadığı şeklinde anlaşılabilir. Ayrıca, F-istatistiği modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Belirlilik katsayısı ( $R^2$ ) ise, modelin tahmin gücünün 0.441 olduğunu göstermektedir.

Modeldeki bağımsız değişkenlerin katsayıları ve olasılık değerleri incelendiğinde, Üst-orta Gelir Grubuna dâhil olan ülkeler için Rassal Etkiler Modeli sonuçlarına göre, ekonomik büyüme ile bağımsız değişkenlerden sadece Finansal Liberalizasyon (*negatif yönde*) arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

**Tablo 16**  
**Üst-Orta Gelir Grubu Ülkeler için REM Sonuçları**

Değişkenler	Rassal Etkiler Modeli		
	Katsayı (Olasılık)	Standart Hata	t - istatistiği
Sabit	0.159453 (0.9251)	1.695435	0.094048
<i>FINLIB</i>	-0.026718** (0.0232)	0.011720	-2.279729
<i>TRADELIB</i>	0.020205 (0.2577)	0.017822	1.133681
<i>FISCALIB</i>	0.022146 (0.1963)	0.017107	1.294572
<i>MONETLIB</i>	0.005389 (0.6999)	0.013970	0.385737
<i>GOVSIZE</i>	0.003513 (0.7304)	0.010188	0.344828
<i>NONCORR</i>	-0.002337 (0.8737)	0.014687	-0.159102
<i>GDPGRO (-1)</i>	0.377727* (0.0000)	0.048012	7.867393
R <sup>2</sup>	0.441054		
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.407803		
F istatistiği	13.26411 (0.0000)		
Durbin-Watson istatistiği	1.995798		
Hausman Test İstatistiği	17.410861 (0.5079)		

Parantez içindeki değerler, olasılık değerlerini gösterir. (\*) %1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*) %5 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. (\*\*\*) %10 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

#### 4.3.4. Panel Veri Analizi Bulguları

Aşağıdaki Tablo 17 ve Tablo 18’de verilmiş olan Havuzlanmış EKK Regresyon Sonuçlarına ve Rassal Etkiler Modeli Sonuçlarına göre bulunmuş olan değişken katsayıları ve yönlerinin incelenmesi ile, panel veri analizinin sonuçlarına ulaşmak daha kolay olacaktır.

Panel veri analizinin sonuçlarına göre, 4 ayrı gelir grubuna dâhil olan ülkelerin tümünde finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Ayrıca bu olumsuz etkinin, finansal liberalizasyonun %1’lik artışına karşılık ekonomik büyümede %0,0267’lik azalma göstermesi ile, en çok Üst-orta Gelir düzeyindeki ülkelerde mevcut olduğu da görülmektedir.

Aynı katsayılardan, mali liberalizasyonun, tüm ülkeler ve Düşük Gelir Grubu’na dâhil olan ülkelerde ekonomik büyümeye pozitif yönde etki ettiği tespit edilmiştir. Bu olumlu etkinin, mali liberalizasyonun %1’lik artışına karşılık ekonomik büyümede

%0,0334'lük artış görülmesi ile en çok düşük gelir düzeyine sahip ülkelerde mevcut olduğu da görülmektedir.

Tablo 17

## Havuzlanmış EKK Regresyon Sonuçlarına Göre Anlamli Bulunan Katsayıların Yönü

Değişkenler	Tüm Ülkeler Grubu	Düşük Gelir Grubu	Alt-Orta Gelir Grubu	Üst-Orta Gelir Grubu
<i>Sabit</i>	<i>Pozitif</i>	-	<i>Pozitif</i>	-
<i>FINLIB</i>	<i>Negatif</i>	<i>Negatif</i>	<i>Negatif</i>	<i>Negatif</i>
<i>TRADELIB</i>	-	-	-	-
<i>FISCALIB</i>	<i>Pozitif</i>	<i>Pozitif</i>	-	<i>Pozitif</i>
<i>MONETLIB</i>	-	-	-	-
<i>GOVSIZE</i>	-	<i>Negatif</i>	-	-
<i>NONCORR</i>	-	-	-	-
<i>AR (1)</i>	<i>Pozitif</i>	<i>Pozitif</i>	<i>Pozitif</i>	<i>Pozitif</i>

Anlamli sonuç veren diğ er bir bağımsız değışken olan kamusal büyüklük oranı ise sadece Düşük Gelir Grubu'na dâhil olan ülkelerde ekonomik büyümeye negatif yönde bir etki yaratmaktadır. Bu olumsuz etki, kamusal büyüklüğün %1'lik artışına karşılık ekonomik büyümede %0,033'lük bir azalma görülmesi ile göze çarpmakta ve önem kazanmaktadır.

Tablo 18

## Rassal Etkiler Modeli Sonuçlarına Göre Anlamli Bulunan Katsayıların Yönü

Değişkenler	Tüm Ülkeler Grubu	Düşük Gelir Grubu	Alt-Orta Gelir Grubu	Üst-Orta Gelir Grubu
<i>Sabit</i>	-		<i>Pozitif</i>	-
<i>FINLIB</i>	<i>Negatif</i>	<i>Negatif</i>	<i>Negatif</i>	<i>Negatif</i>
<i>TRADELIB</i>	-	-	-	-
<i>FISCALIB</i>	<i>Pozitif</i>	<i>Pozitif</i>	-	-
<i>MONETLIB</i>	-	-	-	-
<i>GOVSIZE</i>	-	<i>Negatif</i>	-	-
<i>NONCORR</i>	-		-	-
<i>GDPGRO (-1)</i>	<i>Pozitif</i>	<i>Pozitif</i>	<i>Pozitif</i>	<i>Pozitif</i>

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### SONUÇ VE ÖNERİLER

#### 5.1. Sonuç

Finansal sistem; bir ekonomideki fon dolaşımının gerçekleştirilmesini sağlayan, dolaylı ve dolaysız yollardan bu dolaşımı etkileyen ve fon oluşumuna katkıda bulunan birçok unsurun oluşturduğu bir organizasyondur. Finansal sistemin kaynağını, bireylerin ve firmaların yapmış oldukları tasarrufların yeniden finansal sisteme dönüşmesi oluşturmaktadır. Finansal sisteme giren bu fonlar, yine bireylere şirketlere ve kamuya sunulmaktadır. Finansal sistem, genel olarak bu ekonomik birimlerin karşı karşıya gelerek bir borç-alacak ilişkisine girebilmelerine olanak sağlayan, araç ve kurumların oluşturduğu bir organizasyon olarak da tanımlanabilmektedir. Piyasanın şekli nasıl olursa olsun, ekonomik gelişme sürecinde finansal sistemler, üstlendikleri fonksiyonları aracılığıyla bir ekonominin merkezi sinir sistemi gibi bir işlevi yerine getirmektedirler. En önemli fonksiyonu, tasarruf sahipleriyle yatırım yapanlar arasında aracılık işlevini yerine getirmek olan finansal sistemin diğer fonksiyonları ise şu şekilde özetlenebilir:

Finansal sistemdeki riski çeşitlendirerek risk yönetiminin kolaylaştırılması, fon akışının sağlanmasını kolaylaştırması, bilgi ve işlem maliyetlerinin düşürülmesi, tasarrufların mobilizasyonunun sağlanması, firma yöneticilerinin izlenme maliyetinin düşürülmesi, mal ve hizmetlerin değişiminin kolaylaştırılması ve finansal aracılığın maliyetinin düşürülmesidir. Bir ekonomide finansal sistem bu işlevlerini ne kadar etkin ve ne kadar düşük maliyetle yerine getiriyorsa önemi ve değeri de o kadar artmaktadır.

1970'lerin ortalarına kadar GOÜ'de uygulanmakta olan iktisat politikalarının ortak yönlerinden birini finansal piyasalara müdahale oluşturmaktadır. Bu müdahaleler; mevduat ve kredi faiz oranlarının sınırlanması, mevduata göre farklı mevduat munzam karşılık oranlarının uygulanması ve bu oranların yüksek tutulması, banka girişlerinin

yasaklanması, seçici kredi politikalarının uygulanması ve sermaye hareketlerine kısıtların getirilmesi şeklinde olabilmektedir. Özellikle Keynesci politikaların bir sonucu olarak uygulanan düşük faiz politikası, enflasyonun yükseldiği dönemlerde negatif reel faizlerle karşılaşılmasına neden olmuş ve bu da tasarrufların yatırımlara dönüşmesini engelleyerek ekonomik büyümeyi olumsuz olarak etkilemiştir. McKinnon (1973) ve Shaw (1973), faiz oranlarının piyasa güçlerinin dışında belirlenerek yapay bir şekilde enflasyondan düşük tutulmasını ‘finansal baskılama’ olarak tanımlamışlardır. Bu spesifik tanımı, daha sonraları finansal sektöre yapılan her türlü müdahaleyi ve kısıtı ifade etmek için genişleterek kullanmak bir gelenek haline gelmiştir. Nedeni ve gerekçesi ne olursa olsun, finansal baskı politikaları McKinnon ve Shaw tarafından ciddi bir şekilde eleştirilmiş ve finansal sektörde liberalizasyonun gerçekleştirilmesi önerilmiştir.

McKinnon ve Shaw’un düşünceleri, Kapur (1976, 1983), Mathieson (1980, 1979) ve Galbis (1977) gibi iktisatçılar tarafından kapalı ve açık ekonomileri kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Finansal sektörün liberalizasyonunu savunan bu iktisatçıların temel görüşünü, finansal sektörün baskılama altında olduğu ekonomilerde en önemli sorunun yatırımlar için gerekli olan tasarrufların yetersizliği oluşturmaktadır. Yine bu ekol, ekonomik büyüme için gerekli olan sermaye birikimi için tasarrufların gelişmekte olan ülkelerde tek organize finansal yapı olan bankacılık aracılığı ile yatırımlara yönelebilmesi için, faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından serbestçe belirlenmesi gerektiğini ileri sürmüşlerdir.

McKinnon ve Shaw, finansal piyasaların liberalizasyonu sayesinde, daha etkin şekilde kaynak mobilizasyonu sağlayacak bir finansal yapının kendiliğinden ve mekanik bir biçimde ortaya çıkacağını üstü kapalı olarak ileri sürmektedirler. Oysa 1970’lerin ikinci yarısından itibaren birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının sonuçları arasında saptanan önemli farklılıklar yüzünden finansal liberalizasyon politikaları her geçen gün daha da ağır eleştirilmektedir (Ağır, 2010, s.125).

Bir iktisat politikası olarak liberalizasyon, ekonomideki mevcut kontrollerin döviz piyasaları, finansal piyasalar, işgücü piyasaları, tarımsal ürün piyasaları gibi çeşitli piyasalar üzerinden kısmen ya da tamamen kaldırılması veya azaltılması anlamına gelmektedir. Bu anlamda finansal liberalizasyon finansal piyasalardaki kontrollerin kaldırılması (*iç finansal liberalizasyon*) ve ekonominin uluslar arası

sermaye akımlarına açılması (*dış finansal liberalizasyon*) sürecini kapsamaktadır. Liberalizasyon yaklaşımının temelini, GOÜ'de sorunun yatırımların azlığı olmadığı, ancak tasarrufların yetersizliği anlayışı oluşturmaktadır. Eğer sorun tasarrufların azlığı ise, yapılması gereken tasarrufları özendirici politikaların oluşturulması olmaktadır. Reel anlamda pozitif veya piyasa güçleri tarafından pozitif olarak belirlenecek bir faiz oranı ekonomideki atıl fonların organize finansal sektöre yönelmesine neden olacaktır. Bu ise, yatırımlar için gerekli olan fonların oluşması anlamına gelmektedir.

Finansal liberalizasyonun teorik temellerine ve uygulama sonuçlarına ilişkin tartışmalar 1970'lerin ikinci yarısında ve 1980'lerin başında yoğun bir şekilde sürerken, 1980'lerin ikinci yarısının başında büyüme teorilerindeki çığır açıcı gelişmeler finans-büyüme tartışmalarına yeni bir boyut getirmiştir. Özellikle geliştirilen bu yeni içsel büyüme teorileri, artan getirinin, AR-GE'nin, taşma etkisinin, dışsallıkların, beşeri sermayenin ve kamu harcamalarının ekonomik büyümeye olumlu katkı yapacağını vurgulamaktadır. Bu gelişmeler ışığında, finansal sektördeki gelişmeler ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki de hızla modellenmiş ve finansal gelişme düzeyi yüksek olan ülkelerin ekonomik büyüme hızının da yüksek olacağı ileri sürülmüştür. Finansal sektör ve ekonomik büyüme ilişkisini ortaya koymaya uğraşan çalışmalarda yapılan önermeler, finansal liberalizasyonun doğrudan ve mekanik bir şekilde finansal gelişmeye yol açacağı şeklinde kapalı bir varsayımın bulunduğu anlamına gelmektedir. Literatürde, finansal liberalizasyonun etkileri ile diğer makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin birçok ampirik çalışmanın konusunu oluşturduğu anlaşılmaktadır.

Çalışmaların, özellikle finansal liberalizasyonun tasarruflar, yatırımlar ve ekonomik büyüme üzerine etkileri alanlarında yoğunlaştığı görülmektedir. Ayrıca içsel büyüme teorisi çerçevesinde, finansal gelişme ile ekonomik büyüme ilişkisinin incelenmesi de çalışmalara konu edilmektedir. Finansal piyasaların ve finansal kurumların ekonomik gelişme sürecinde önemli bir fonksiyonu yerine getirdikleri literatürde geniş bir şekilde vurgulanmakta ve değişik ekonometrik teknikler kullanılarak ampirik olarak incelenmektedir. Ampirik çalışmalarda, genel olarak iyi işleyen finansal kurumların ve piyasaların uzun dönemde ekonomik büyümeye katkı yapacağına ilişkin bir uzlaşma bulunmaktadır.

McKinnon ve Shaw ekolü, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi etkileme mekanizmasını yeterince açık bir şekilde ele almamaktadır. Benzer bir durumun içsel büyüme teorileri için de geçerli olduğu görülmekte ve burada da finansal

gelişmenin nasıl olacağı açıklanmamaktadır. Ancak özellikle içsel büyüme teorisi yaklaşımının finansal liberalizasyonun doğrudan ve mekanik bir şekilde finansal gelişmeye yol açacağı şeklinde kapalı bir varsayımın olduğu da bilinmektedir. Bu varsayımın doğal bir sonucu olarak, ampirik çalışmaların finansal gelişme ile ekonomik büyüme ilişkisini özellikle nedenselliğin yönü çerçevesinde ele aldıkları görülmektedir. Bu durum, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye etkisinin inceleneceği çalışmalar için de geçerlidir. Bu tür çalışmalar, finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerine etkilerini incelerken, finansal gelişmenin ölçütlerini kullanarak bu değişken ve/veya değişkenler ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi de incelemektedirler.

Finansal liberalizasyon politikaları, birçok GOÜ’de, IMF gibi uluslararası finansal kuruluşların önerdikleri istikrar programlarının bir parçası olarak uygulamaya konulmuştur. Finansal liberalizasyon uygulamalarına Türkiye’de de 1980 yılında yürürlüğe giren 24 Ocak Kararları ile başlanmıştır. Türkiye Ekonomisine ilişkin yapılan tartışmalar, makroekonomik politikalarda iki temel özelliğin ön plana çıktığını göstermektedir. Birincisi, ithal ikameci bir sanayileşme anlayışının uzun süreler Türk ekonomik hayatına hâkim olduğu ve bu dönemde sanayileşme hedefinin korumacı ve müdahaleci politikalarla gerçekleştirilmesine çalışılmakta olduğu olgusudur Keynesci iktisadi düşüncesinin de etkisiyle, ithal ikameci ekonomik politika seçeneğini uygulayan ülkelerde, nominal faizlerin yatırımları artıracığı beklentisiyle yetkili otoriteler tarafından düşük tutulması durumunun Türkiye için de geçerli olduğu görülmektedir. İthal ikameci politikaların kalkınma planları ile uygulandığı dönemde, finansal sektörün de bu planların hedeflerini gerçekleştirmeye dönük olarak tasarlandığı görülmektedir. Özellikle kamu bankacılığının baskın bir rol oynadığı finansal sektörde, fonların kalkınma planlarının öncelikleri doğrultusunda kullandırılması çabasının ön plana çıktığı görülmektedir. Ayrıca makroekonomik politika çerçevesinin de etkisiyle finansal sektörde de korumacı ve müdahaleci bir yapının olduğu anlaşılmaktadır.

Bu bağlamda Türkiye’de finansal sektörde kredi tayinlaması, seçici kredi politikası, sektöre girişlerin yasaklanması veya sıkı izne tabi tutulması ve faiz oranlarının yetkili otoriteler tarafından belirlenmesi gibi birçok kısıt ve sınırlamanın olduğu görülmektedir. Uygulanan ithal ikameci politikaların 1970’lerin sonunda krizle sonuçlanması, Türkiye’yi yeni politika seçenekleri aramaya yönlendirmiştir.

Türkiye ekonomisini 1979'daki büyük krizden çıkarmak için tercih edilen makroekonomik politika seçeneği, ekonominin dayandığı temel parametreleri değiştirmiş ve serbest piyasa ekonomisi ilkelerini öne çıkararak ihracata dönük bir sanayileşme anlayışını kabul etmiştir. Bu çerçevede özellikle devletin küçülmesine, özel sektörün teşvik edilmesine, fiyatların serbest piyasa koşullarında oluşmasını engelleyen kısıtların kaldırılmasına ve ekonominin dış dünya ile eklemlendirilmesine yönelik reformların yapıldığı görülmektedir. Bu ekonomik politika seçeneğinin finansal sektöre yansımaları ise, faizlerin piyasa güçleri tarafından belirlenmesine izin verilmesi, kredi ve mevduat faiz oranlarına ve miktarlarına ilişkin kısıtlayıcı unsurların kaldırılması, yabancı bankaların sektöre girişlerine izin verilmesi ve yerleşikler ile yabancıların döviz cinsinden hesap açtırabilmelerine olanak sağlayan düzenlemelerin yapılması şeklinde olmuştur. Öncelikle finansal piyasalardaki her türlü kısıtın kaldırılmasına yönelik olarak başlayan finansal sektör reformları, 1989 yılında sermaye hesabının liberalizasyonu ile dış finansal piyasalarla tamamen bütünleşmesiyle sonuçlanmıştır.

Türkiye'de finansal liberalizasyon uygulaması birçok araştırmannın konusunu oluşturmuştur. Ampirik çalışmaların daha çok finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye katkısı, özellikle finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünün belirlenmesi ve finansal sisteme girişlerin serbestleşmesinin bankacılık sektörünün etkinliğine katkısı çerçevesinde gerçekleştirildiği görülmektedir. Konuyla ilgili ampirik literatür taraması finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ilişkisiyle ilgili teorik arka planla birlikte düşünüldüğünde, Türkiye ve diğer ülkeler için finansal liberalizasyon ile ekonomik büyüme ilişkisinin ilk başlarda yapılan birçok çalışmanın konusunu oluşturduğu görülmektedir. Diğer taraftan, gerek Türkiye gerekse GOÜ örneğinde ekonomik büyüme üzerinde finansal liberalizasyon ile birlikte etkili olan diğer bazı önemli faktörler de bu çalışma çerçevesinde incelenmektedir. Bu çalışma sırasında Türkiye'de finansal gelişmeyi belirleyen faktörler incelenirken ekonominin belirgin ve kendine özgü yönlerinin dikkate alınması gerektiği ortadadır.

Bu çalışma ile ortaya koyulan panel veri analizi sonuçlarından elde edilen bulgular ise, talep-yanlı ve Post-Keynesci görüşleri destekler nitelikte olup, GOÜ ve Türkiye'de sanılanın aksine finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeye anlamlı bir katkıda bulunmadığını göstermektedir. Türkiye'de finansal liberalizasyonun ekonomik büyüme üzerinde yeterince etkili olamamasının temel nedeni, 1980 sonrası uygulanan

makroekonomik politika çerçevesinin yeterince tutarlı bir yapıda olmamasıdır. Mali disiplin olmadan, bütçe açıkları ve yüksek enflasyonun olduğu bir ekonomik yapının 1989'da gerekli önlemler alınmadan dış dünya ile tam entegrasyona sokulması, finansal liberalizasyondan beklenen katkının ortaya çıkmasını engellemiş veya sınırlandırmış bulunmaktadır. Nitekim, bu çalışmanın dördüncü bölümünde ayrıntılı olarak tartışılan panel veri analizinin sonuçlarına göre, 4 ayrı gelir grubuna dâhil olan ülkelerin tümünde finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Ayrıca bu olumsuz etkinin, finansal liberalizasyonun %1'lik artışına karşılık ekonomik büyümede %0,0267'lik bir azalma göstermesi ile, en çok üst-orta gelir düzeyindeki ülkelerde mevcut olduğu da görülmektedir.

Mali liberalizasyonun, ise tüm ülkeler ve düşük gelir grubu'na dâhil olan ülkelerde ekonomik büyümeye pozitif yönde etki ettiği tespit edilmiştir. Bu olumlu etkinin, mali liberalizasyonun %1'lik artışına karşılık ekonomik büyümede %0,0334'lük bir artış göstermesi ile en çok düşük gelir düzeyine sahip ülkelerde etkin olduğu da görülmektedir. Anlamlı sonuç veren diğer bir bağımsız değişken olan kamusal büyüklük oranı ise sadece düşük gelir grubu'na dâhil olan ülkelerde ekonomik büyümeye negatif yönde bir etki yaratmaktadır. Bu olumsuz etki, kamusal büyüklüğün %1'lik artışına karşılık ekonomik büyümede %0,033'lük bir azalma görülmesi ile göze çarpmakta ve önem kazanmaktadır.

Ampirik çalışmalardan ortaya çıktığı üzere, finansal liberalizasyon süreçleri GOÜ ve gelişmiş ülkeler açısından farklılıklar göstermektedir: Gelişmiş ülkelerde başarıyla uygulanan politikaların Türkiye ve GOÜ'de başarısızlığının altında yatan temel nedenlerden en önemlisi, makro ekonomik istikrar sağlanmaksızın uygulanan finansal liberalizasyon politikaların ülkelerin finansal yapılarına uyumsuzluk göstermesidir.

## 5.2. Öneriler

İstikrarlı bir makro ekonomik yapının oluşturulmasına yönelik politika seçeneklerinin uygulanmasıyla birlikte sermaye piyasalarının gelişmesi hem daha sağlıklı olacak hem de finansal sistemin bir bütün olarak ekonomideki gerçek işlevini daha iyi bir şekilde yerine getirmesine katkıda bulunacaktır. Sermaye piyasasının gelişmesi ise, her şeyden önce bu piyasanın spekülatif yapısından kurtulmasına katkıda bulunacak ve fonların güvenli bir şekilde bu piyasada değerlendirilmesine olanak

tanıyarak finansal sistemin gelişimine katkı sağlayacaktır. Mali disiplinin sağlanması ve kamu tasarruflarının artırılması ve dolayısıyla borçlanmaya gerek duyulmayacak şekilde açık bütçe politikalarından kaçınılması, bir yandan enflasyonu da kontrol altına alarak, ekonominin makroekonomik yapısının istikrara kavuşmasına katkıda bulunacaktır.

Finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki, finans literatüründe sıkça araştırılan bir konudur. Literatürdeki finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme ilişkisini araştıran ampirik ve analitik çalışmaların büyük bir çoğunluğu finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri süren neo-liberal argümanı desteklememektedir. Söz konusu çalışmalarda finansal liberalizasyonun GOÜ’de faiz oranlarının yükselmesine yol açtığı, ancak özellikle gelişmekte olan ülkelerde tasarrufların gerek kamu açıklarını kapatmak amacıyla gerekse borç faiz ödemesinde kullanılmasının tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesini ve böylece iktisadi büyümeyi arttırmasını engellediği ileri sürülmektedir.

Bunun yanı sıra, finansal liberalizasyonla birlikte finansal araçların yüksek getiriye sahip olmasının yatırımların reel alanlardan çok finansal alanlara yönlendirilmesine neden olduğu da belirtilmektedir. Dolayısıyla, bu çalışmalara göre finansal liberalizasyonla birlikte reel faiz oranlarının yükselmesi McKinnon ve Shaw hipotezinin öngördüğü gibi yatırımların ve iktisadi büyümenin artmasını sağlayamamaktadır.

Williamson ve Mahar (2002)’e göre, finansal liberalizasyonun ekonomik büyümeyi etkileyip etkilemediği ve etkiliyorsa bu etkinin karşılıklı olup olmadığı konusunda farklı tartışmalar bulunsada, literatürde belirli sınırlar dâhilinde serbest bir finansal sistemin baskılama altında tutulan bir finansal sistemden daha yararlı olduğu konusunda neredeyse ortak bir kabul bulunmaktadır. Bu noktada finansal liberalizasyonun hızı, ülkelerin makro ekonomik performansı, finansal liberalizasyonun sıralaması ve finansal liberalizasyonla ilgili yasal ve kurumsal düzenlemelerin yapılması bir ülkenin finansal liberalizasyondan yararlanabilmesinin temel belirleyicileri olmaktadır. Literatürde ülkelerin liberalizasyon sürecine yavaş ve aşamalı olarak geçmesi, sermaye hareketlerinden önce cari işlemlerin liberalizasyonun ve gerekli yasal ve kurumsal düzenlemelerin gerekliliği konusunda yaygın bir görüş bulunmaktadır.

Düşünürlerin toplumsal refah seviyesi ile ilgilenmeleri ile birlikte iktisadi büyüme kavramı da önem kazanmaya başlamıştır. A. Smith, D. Ricardo ve Thomas Malthus gibi önemli klasik iktisatçılar nüfus ve üretim artışları arasındaki zıt ilişki nedeniyle, iktisadi büyümenin bir süre sonra duracağını belirtmişlerdir.

Klâsik iktisatçıların ardından, ekonomik büyümeye gereken önem verilmemiştir. İkinci Dünya Savaşı'nın ardından, yaşanan gelişmeler tekrar büyümenin önem kazanmasına ve basta iktisatçılar olmak üzere araştırmacılar tarafından bir ülkenin büyüme hızını ve refah seviyesini artırma yolları araştırılmaya başlanmıştır.

Söz konusu dönemde büyümenin kazandığı bu önemin başlıca nedenlerinden biri ülkeler arasındaki kalkınma seviyesi arasındaki farkların giderek derinleşmesi ve geri kalmış toplumların artan haberleşme teknolojisi sayesinde refah seviyesi yüksek olan ülkelerdeki yaşam biçimleri hakkında daha fazla bilgi sahibi olmaları ve onlara yetişme istekleridir. Bir diğer önemli neden ise savaştan yenik düşen Almanya ve Japonya gibi ülkelerin ekonomilerinin adeta çökmesi ve bu yıkımdan kurtulmak istemeleri gelmektedir. Ayrıca İkinci Dünya Savaşı'nın yaşandığı dönem beraberinde birçok sömürge ülkelerinin de bağımsızlıklarını elde ettikleri bir süreç olmuş, söz konusu ülkeler de bağımsızlıklarını koruyabilmenin güçlü bir ekonomi ile mümkün olabileceği inancıyla büyümeye büyük önem vermişlerdir.

İktisatçıların genel olarak üzerinde görüş birliğine vardıkları konu, istikrarlı ve yeterli bir ekonomik büyüme seviyesine ulaşmak için, ülke kaynaklarının verimli alanlarda kullanılarak üretim artışı sağlanması ve böylelikle toplam gelirin artırılması gereğidir. Ülke kaynaklarının bu amaç doğrultusunda dağıtılması söz konusu olduğunda ise finansal piyasalar dikkat çekmektedir. Nedeni ise finansal kuruluşların ortaya çıkış sebeplerinin; kaynakların bir araya getirilmesi ve fona ihtiyacı olan üretken alanlara kanalize etmesi ile ifade edilecek olan finansal aracılık hizmeti olmasıdır. Böylece finansal piyasalar, büyüme ve kalkınma literatürünün çokça araştırdığı bir konu olmuştur.

Finansal piyasaların iktisadi büyüme ile olan ilişkisinin önemi, bu piyasaları ilgilendiren politikaların da büyüme üzerine olan etkisini ortaya koymaktadır. Finansal liberalizasyon politikaları da, finansal piyasalarda topyekûn bir değişikliğe yol açan politikalarlardır. Finansal liberalizasyon ve iktisadi büyüme arasındaki ilişki, iktisadi büyüme ile ilgilenen araştırmacıların dikkatini çekmektedir.

Finansal liberalizasyonun tam zıttı politikalar finansal baskı politikalarıdır. Bu tanım, finansal liberalizasyon teorisinin baş mimarları olan McKinnon ve Shaw tarafından ortaya atılmıştır. Finansal baskıdan anlaşılan ise; faiz oranları üzerine tavan uygulaması, kredi dağılımlarının kontrol edilmesi ve belirlenen alanlara kullanılması gibi uygulamalar ile finansal kuruluşların faaliyetlerinin kontrol altında tutulması ve devlet politikalarına göre yönlendirilmesidir. Finansal baskı uygulamalarında, finansal piyasalar üzerine tamamen devlet müdahalesi söz konusudur.

McKinnon ve Shaw'un da finansal liberalizasyon ile ilgili teorilerinin çıkış noktası finansal baskı uygulamalarıdır. Nitekim finansal liberalizasyon hipotezi savunulurken, finansal baskının olumsuzluklarına değinilmiş ve finansal piyasaları bu politikalardan arındıracak uygulamalar bütünü önerilmiştir. McKinnon ve Shaw'a göre, finansal piyasalara uygulanan üzerindeki baskı ve kontrol, yatırımlar için gerekli olan fonları azaltmakta ve ekonominin uzun süreli büyümesini engellemektedir. Bu sonuca ulaşılmadaki dayanakları ise; kaynakların marjinal verimlilik düzeyleri düşük yatırımlara aktarılması, tasarrufların da üretken olmayan finansal aktiflere yönelmesidir.

McKinnon buna ek olarak, finansal baskının ekonomide geleneksel ve modern olmak üzere ikili üretim yapısına neden olduğunu da belirtmiştir. Düalizm olarak bilinen bu ikili yapı, düşük verimliliğe sahip geleneksel teknolojiler ile yüksek verimliliğe sahip gelişmiş teknolojilerin bir arada faaliyet gösterdiği bir düzen oluşturur. Finansal baskı girişimcilerin finansman olanaklarını sınırlayarak, geleneksel teknolojiye yatırım yapmalarına ve toplam üretim verimliliğinde düşüşe neden olmaktadır. Finansal liberalizasyonun bir diğer savunucusu Fry ise, devletin düşük vergi oranları ile fon sağlayamaması sonucu, finansal baskı politikalarını ikinci en iyi politika olarak seçtiğini belirtmiştir.

Baskıcı politikaların bırakılması halinde yükselecek reel faiz oranları, daha başka koşullarda elverişli duruma gelemeyecek dış kaynakları hareketlendirerek, yurt içi finansal sisteme yönlendirilebilecektir. Bu durumda iç tasarruf yetersizlikleri dış tasarruflarla aşılmış olacaktır.

## KAYNAKÇA

- AĞIR, H. (2010). *Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi*, BDDK Kitapları No:8 ISBN 978.975.9004.10.1 (web) [www.bddk.org.tr/Websitesi/turkce/Raporlar/Kitaplar/8639agir.pdf](http://www.bddk.org.tr/Websitesi/turkce/Raporlar/Kitaplar/8639agir.pdf).(Erişim Tarihi :07.06.2010).
- AKÇAY, B. ve ÖĞRETMEN, E. (1995). Finansal Liberalizasyon ve Türkiye’de Mali Piyasalar. *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, 10, 43-57.
- AKERLOF, G. A. (1970). The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, Vol: 84.
- AKLAN, N. A. (2002). Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri, Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(7), 35-52.
- AKYILDIZ, H. ve EROĞLU, Ö. (2004). Türkiye Cumhuriyeti Dönemi Uygulanan İktisat Politikaları. *SDÜ İİBF Dergisi*, 9(1), 43-62, Isparta
- AKYÜZ, Y. (1989a). Financial System and Policies in Turkey in the 1980s. T. Arıcan ve D. Rodrik, (Eds), *UNCTAD Discussion Paper*, The Political Economy of Turkey: Debt Adjustment and Sustainability, London: Macmillan.
- AKYÜZ, Y. (1989b). Financial Liberalization in Developing Countries: A Neo-Keynesian Approach. *UNCTAD Discussion Paper*, 40, Geneva: UNCTAD.
- AKYÜZ, Y. (1992). On Financial Deepening and Efficiency. *UNCTAD Discussion Paper*, 43, Geneva: UNCTAD.
- ALANYA TİCARET VE SANAYİ ODASI (ATSO), Alanya Ekonomik Rapor 2008, [http://www.altso.org.tr/index.php?option=com\\_content&task=view&id=508&Itemid=335](http://www.altso.org.tr/index.php?option=com_content&task=view&id=508&Itemid=335), (Erişim Tarihi: 12.01.2011).
- ALESINA, A., GRILLI, V. & MILESI-FERRETT, G. M. (1993). The Political Economy of Capital Controls. *NBER Working Papers* 4353, National Bureau of Economic Research, Inc.
- ALTINKEMER, M. (1995). Kur-Faiz İlişkisi Üzerine Bir Çalışma. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9503, Ankara

- AL-YOUSIF, Y. K. (2002). Financial Development and Economic Growth: Another Look at the Evidence from Developing Countries. *Review of Financial Economics*, 11, 131-150.
- ARESTIS, P. & DEMETRIADES, P. (1997). Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence. *Economic Journal*, 107(442), 783-799.
- ARI, A. (2001). Dışa Açıklık ve Enflasyon: Türkiye Örneği. (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 85-86.
- ARIN, T. (2004). *Türkiye'de Mali Küreselleşme ve Mali Birikim ile Reel Birikimin Birbirinden Kopması. İktisat Üzerine Yazılar I: Küresel Düzen, Birikim, Devlet ve Sınıflar*. İstanbul: İletişim Yayınları
- ARTAN, S. ve BERBER, M. (2004). Kamu Kesimi Büyüklüğü ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Çoklu Ko-İntegrasyon Analizi. *Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 5(2), 23.
- ASLAN, Ö. ve KÜÇÜKAKSOY, İ. (2006). Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ekonometrik Bir Uygulama. *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 4, 12-28.
- ATAMTÜRK, B. (2003). Finansal Liberalizasyonun Etkileri. *İktisat Dergisi*. 438, 42-46
- ATİYAS, I. (1989). The Private Sector's Response to Financial Liberalization in Turkey: 1980 - 82. *PPR Working Paper*, WPS 147, January, Washington: World Bank.
- ATİYAS, İ., ERSEL, H. ve ERTÜRK, E. (1993). Türk Bankalarında Müşteri Deseni ve Kredi Tayinlaması. *TCMB Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, Toplu Sayı, No.2.
- AUERBACH, P. & SIDDIKI, J.U. (2004). Financial Liberalization and Economic Development: An Assessment. *Journal of Economic Survey*, 18(3).
- BAĞIMSIZ SOSYAL BİLİMCİLER (BSB) (2008). *2008 Kavşağında Türkiye: Siyaset, İktisat ve Toplum*. İstanbul: Yordam Yayınları
- BAILLIU, J.N. (2000). Private Capital Flows, Financial Development and Economic Growth in Developing Countries. *Bank of Canada Working Paper*

- BAKIRTAŞ, T. ve KARBUZ, S. (2004). Finansal Küreselleşme ve Çevre Ülkelerin Durumu. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 215, 92-107.
- BALASSA, B. (1989). Financial Liberalization in Developing Countries. *REPEC Working Papers*, <http://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/55.html> (Erişim Tarihi: 05.12.2010).
- BALASSA, B. (1990). Financial Liberalization in Developing Countries. *Studies in Comparative International Development*, 25(4).
- BALKAN, E., BİÇER, F. G. & YELDAN, A. E. (2002). Patterns of Financial Capital Flow and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy, Paper presented at the IDEAS session at METU International Conference on Economics, VI, Ankara, September.
- BALTAGI, B., BRESSON, G. & PIROTTE, A. (2001). Fixed Effects, Random Effects or Hausman-Taylor? A Pretest Estimator. *Economics Letters*, 79, 361-369.
- BALTAGI, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*, (3<sup>rd</sup> ed.), John Wiley and Sons Ltd.
- BAŞKAYA, F. (2004). *Çığırından Çıkmuş Bir Dünya*. Ankara: Özgür Üniversite Yayınları
- BAŞOL, K. (1992). *Türkiye Ekonomisi*. Dokuz Eylül Üniversitesi Anadolu Matbaası, İzmir.
- BEKAERT, G., HARVEY, C. R. & LUNDBLAD, R. (2005). Does Financial Liberalization Spur Growth? *Journal of Financial Economics*, 77, 3-56.
- BERKSOY, T. (1994). Finansal Serbestleşme ve İstikrar. *Görüş Dergisi*, 14, 22-24, İstanbul: TÜSİAD.
- BERKSOY, T. (2005). Türkiye Ekonomisinde Değişim ve Kriz, 24 Ocak 1980'den 5 Nisan 1994'e. *Petrol-İş Yıllığı (1993-1994)*, 596-633. İstanbul: Petrol İş Yayınları
- BERUMENT, H. & DİNÇER, N. (2005). The Effects of Exchange Rate Risk on Economic Performance: The Turkish Experience. Departmental Working Papers 0513, Bilkent University, Department of Economics.

- BİLİR, B. (2006). Finansal Serbestleşmenin Para Politikalarına Etkisi. Yüksek Lisans Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- BİNAY, Ş. ve KUNTER, K. (1999). Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü, 1980-1997. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 154, 24-48.
- BLANCHHARD, O. J. & FISCHER, S. (1989). *Lectures on Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge M.A.
- BOLE, V. A. & REBEC, P. (2004). Bootstrapping the Hausman Test in Panel Data Models, <http://ssrn.com/abstract=628321> (Erişim Tarihi: 03.05.2011).
- BORATAV, K. (2004). *Türkiye İktisat Tarihi (1908-2002)*. Ankara: İmge Kitabevi
- BORATAV, K. (2007). Dünya Ekonomisinde Değişimler ve Türkiye'ye Yansımaları. [www.bagimsizsosyalbilimciler.org](http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org) (Erişim Tarihi: 04.08.2010).
- BOSWORTH, B. & COLLINS, S. (1999). Capital flows to developing economies: implications for saving and investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1999/1, 143-180.
- BREITUNG, J. (2000). The Local Power of Some Unit Root Tests for Panel Data. *Advances in Econometrics*, 15, 161-177.
- BUFFIE, E. F. (1984). Financial Repression, the New Structuralists, and Stabilization Policy in Semi - Industrialized Economies. *Journal of Development Economics*, 14(3), 305-322.
- BURKETT, P. (1992). Financial Repression and Financial Liberalization in the Third World: A Contribution to the Critique of Neoclassical Development Theory. *Review of Radical Political Economics*, 19(1), 1-21.
- BUSTELO, P., GARCIA, C. & OLIVIE, I. (1999). Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997-1999). *Working Papers 002, Universidad Complutense de Madrid, Instituto Complutense de Estudios Internacionales*.
- CALDERÓN, C. & LIU, L. (2002). The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth. *Central Bank of Chile Working Paper*, No: 184, <http://www.bcentral.cl/esp/estpub/estudios/dtbc/pdf/dtbc184.pdf>. (Erişim Tarihi: 03.11.2010).

- CAMPBELL, J. Y. & MANKIWI N. G. (1987). Are Output Fluctuations Transitory?. *Quarterly Journal of Economics* 102, 857-80.
- CELASUN, M. (2002). 2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme. [www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf](http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf) (Erişim Tarihi: 03.11.2010).
- CHAMBERS, N. (2008). Hedge Fonlar. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1(1), 5-13.
- CHANDRASEKHAR, C. P. (2005). *Mali Serbestleştirme, Kırılganlık ve Riskin Sosyalleşmesi: Sermaye Kontrolleri İşe Yarayabilir mi?. Yeni Emperyalizm Ekonomisi*. İstanbul: Yeni Hayat Kütüphanesi
- CHANG, D. & JUNG, W. S. (1984). Unorganized Money Markets in LDCs: The McKinnon –Shaw Hypothesis versus the van Wijnbergen Hypothesis. *Working Paper* 8h-W21, June, Nashville: Vanderbilt University.
- CHAREMZA, W. W. & DEADMAN, D. F. (1997). *New Directions in Econometric Practice*, Second Edition, Edward Elgar Publishing Cheltenham-UK, 105-107.
- CHO, Y. J. (1986). Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well Functioning Equity Markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 18(2), 191-199.
- CHO, Y. J. (1988). The Effect of Financial Liberalization on the Efficiency Credit Allocation: Some Evidence from South Korea. *Journal of Development Economics*, 29(1), 101-110.
- CHO, Y. J. (1989). Finance and Development: The Korean Approach. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), 88-102.
- CHO, Y. J. (1990). McKinnon - Shaw versus the Neostructuralists on Financial Liberalization. *World Development*, 18(3), 477 - 480.
- CHO, Y. J. & KHATKHATE, D. (1989). Financial Liberalization: Issues and Evidence. *Economic and Political Weekly*, 20, 1105-1114.
- CİHANGİR, M. (2005). Finansal Krizlerin Banka Birleşmelerine Etkileri: Kasım 2000 Ve Şubat 2001 Krizleri Çerçevesinde Kronolojik ve Ampirik Bir Yaklaşım. *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 19(1), 99-116.

- COLLIER, P. & MAYER, C. (1989). The Assessment: Financial Liberalization, Financial Systems and Economic Growth. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), 1-12.
- COŞKUN, Y.S. ve BALATAN, Z. (2008). Küresel Mali Krizin Bankacılık Sektörüne Etkiler ve Türk Bankacılık Sektörünün Yeri Veri Zarflama Analizi ile Bilançoya Dayalı Mali Etkinlik Analizi, Ege Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 12. İktisat Öğrencileri Kongresi, Mayıs.
- ÇEÇEN, A. A., DOĞRUEL, A. S. ve DOĞRUEL, F. (1996). *Türkiye'de Ekonomik Büyüme Yapısal Dönüşüm ve Kriz*. İstanbul: Ege Yayınları
- ÇELEN, A. (2002). İngiltere Çay Pazarındaki Rekabetin Yoğunluğunun Ölçülmesi: Bir Dinamik Hata Düzeltme Yaklaşımı. *Rekabet Dergisi*, 14, 75-116.
- DAĞDELEN, İ. (2004). Liberalizasyon. *Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi*, www.insanbilimleri.com (Erişim Tarihi: 12.10.2009).
- DARNELL, A. C. (1990). Dictionary of Econometrics, England: Edward Elgar Publishing
- DAY, K. & TOUSIGNANT, J. (2005). Health Spending, Health Outcomes and Per Capita Income in Canada: A Dynamic Analysis. *Economic and Fiscal Policy Branch, Department of Finance Canada Working Paper*, 7(10), <http://www.fin.gc.ca/wp/2005-07e.html> ( Erişim Tarihi: 11.08.2010)
- De GREGORIO, J. & GUIDOTTI, P. E. (1995). Financial Development and Economic Growth. *World Development*, 23(3), 433-448.
- De MELO, J. & TYBOUT, J. (1986). The Effects of Financial Liberalization on Savings and Investment in Uruguay. *Economic Development and Cultural Change*, 34(3), 561-87.
- DEMETRIADES, P. O. & HUSSEIN, K. A. (1996). Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-series Evidence from 16 Countries. *Journal of Development Economics*, 51, 387-411.
- DEMİR, F., KARABIYIK, A., ERMIŞOĞLU, E. ve KÜÇÜK, A. (2008). ABD Mortgage Krizi. *BDDK Çalışma Tebliği*, (3).

- DEMİR, M. ve SEVER, E. (2009). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü: Türkiye Üzerine Bir İnceleme. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(29), 214-239.
- DEMİRER, T. (1993). *Gericilik Döneminde Dünya ve Türkiye*. İstanbul: Soru Yayınevi
- DEMİRGÜÇ- KUNT, A. & DETRIGIACHE, A. E. (1999). Financial Liberalization and Financial Fragility. *Annual World Bank Conference on Development Economics*, 236-270.
- DICKEY, D. A. & FULLER, W. A. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*, 74, 427-31.
- DICKEY, D. A. & FULLER, W. A. (1981). Likelihood Ratio Statistical for Autoregressive Time Series With Unit Root. *Econometrica*, 49, 1057-1072.
- DOĞAN, H. (1999). Finansal Liberalizasyon Politikalarının Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri, Türkiye Örneği , *Doktora Tezi*, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- DOĞAN, H. (2002). Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi, Türkiye Örneği. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 17(190), 60-61.
- DOĞAN, H. ve IŞIK, S. (2007). Ekonomik Büyümede Para ve Fiziki Sermaye: McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezinin Türkiye İçin Testi. *İktisat İşletme ve Finans*.
- DORNBUSCH, R. & FISCHER, S. (1994). *Macroeconomics, 6<sup>th</sup> Edition*, McGraw-Hill Inc., New York.
- DPT, (1962) I. Beş Yıllık Kalkınma Planı, Ankara
- DPT, (1973) II. Beş Yıllık Kalkınma Planı, Ankara
- DPT, (1973) III. Beş Yıllık Kalkınma Planı, Ankara
- DPT, (1979) IV. Beş Yıllık Kalkınma Planı, Ankara
- DURUSOY, S. (2004). Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri. [www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGİ/tem2000/finans.htm](http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGİ/tem2000/finans.htm) (Erişim Tarihi: 12.06.2010).

- EASTERLY, W. R., ISLAM, R. & STIGLITZ, J. E. (2000). Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility. *Annual World Bank Conference on Development Economics*.
- EATWELL, J. (1996). International Capital Liberalization: The Impact on World Development. *CEPA Working Paper Series I*, <http://www.newschool.edu/cepa>. (Erişim Tarihi: 09.08.2010).
- EDWARDS, S. (2001a). Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?. *NBER Working Paper*, No. 8076.
- EDWARDS, S. (2001b). Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention. *NBER Working Papers*, No. 8529.
- EĞİLMEZ, M. (2008). *Küresel Finans Krizi*, Remzi Kitabevi, 3. Basım.
- EDISON, H. J., KLEIN, M., RICCI, L. & SLOEK, T. (2002). Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis. *IMF Working Paper*.
- EKEN, A. (1996). Merkez Bankası Bilançosu: Eğilimler ve Tespitler. *TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Makaleleri*, Nisan, 31.
- EMEK, U. (2000). Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri. *Rekabet Dergisi*. 1(3), 60-90.
- EMİL, F. ve ATA, D. (1998). Para Politikaları Uygulamaları Açısından Merkez Bankası Bilançosu. *Hazine Dergisi*, Sayı 9, Ocak, 2.
- ERBAYKAL, E. (2007). Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Döviz Kuru Cari Açık Üzerinde Etkili midir? Bir Nedensellik Analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(6), 81-88.
- ERCAN, F. (2005). *Para ve Kapitalizm*. İstanbul: Devın Yayıncılık
- ESEN, O. (1998). Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirisel Bir Yaklaşım. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 145, 23-30.
- ESEN, O. (2000). Financial Openness in Turkey. *International Review of Applied Economics, Taylor and Francis Journals*, 14(1), 5-23.

- ESER, K. (1996). Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri. *Hazine Dergisi*, 1, 21-40.
- FRATZSCHER, M. & BUSSIÈRE, M. (2004). Financial Openness and Economic Growth: Short Run Gain, Long Run-Pain. *European Central Bank Working Paper Series*, (348), 28-29.
- FRY, M. J. (1978). Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development ?. *Journal of Money, Credit and Banking*, 10(4), 464-475.
- FRY, M. J. (1988). Money, Interest and Banking in Economic Development. London (Baltimore): *The John Hopkins University Press*.
- FRY, M. J. (1996). In Favor of Financial Liberalization. *The Birmingham Business School International Finance Group*, IFGWP-96(4), 1-17.
- FRY, M. J. (1998). Potential and Pitfalls of Financial Liberalization on Domestic and International Fronts. *The Birmingham Business School International Finance Group*, IFGWP-98(6), 1-65.
- GALBIS, V. (1976). Structuralism and Financial Liberalization. *Finance and Development*, 13(2), 33-37.
- GALBIS, V. (1977). Financial Intermediation and Economic Growth in Less - Developed Countries: A Theoretical Approach. *Journal of Development Studies*, 13(2), 58-72.
- GALBIS, V. (1982). Analytical Aspects of Interest Rate Policies in Less-Developed Countries. *Savings and Development*, VI(2), 111-165.
- GALBIS, V. (1986). Financial Sector Liberalization under Oligopolistic Conditions and A Bank Holding Company Structure. *Savings and Development*, X(2), 117-141.
- GALBIS, V. (1992). High Real Interest Rates Under Financial Liberalization: Is There a Problem ?. *IMF Working Paper*, 93(7), January.
- GERMIDIS, D. (1990). Interlinking the Formal and Informal Financial Sectors in Developing Countries. *Savings and Development*, XIV(1), 5-21.
- GHATE, P. (1992). Informal Finance - Some Findings from Asia. *Asian Development Bank and Oxford University Press*.

- GHIRMAY, T. (2004). Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis. *African Development Review*, 16(3), 415–43.
- GOLDSMITH, R. W. (1966). *The Determinants of Financial Structure*. The OECD, Paris.
- GOLDSMITH, R. W. (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven, CT: Yale University Press.
- GÖKALP, M. F. (1998). Türkiye’de Liberalizasyon Sürecinde Dış Ticaret Hadlerindeki Gelişmenin Analizi. *Doktora Tezi*. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- GRAFF, M. (2002). Causal Links between Financial Activity and Economic Growth: Empirical Evidence from a Cross-country Analysis, 1970-1990. *Bulletin of Economic Research*, 54(2), 119-133.
- GRANGER, C. W. J. (1980), *Some Comments on The Role of Time Series Analysis in Econometrics*, (Ed: Jön Kmenta, New York, James B.) Ramsey Academic Press.
- GREENE, W. H. (2003). *Econometric Analysis*, 5<sup>th</sup>, Ed., New Jersey: Prentice Hall.
- GREENWALD, B., STIGLITZ, J. E. & WEISS, A. (1984). Information Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations. *American Economic Review*, 74(2).
- GUJARATI D. N. (2009). *Basic Econometrics*, 5<sup>th</sup> Edition, McGraw-Hill Higher Education ISBN-10 0-07-337577-2.
- GUPTA, K. L. (1984). Financial Liberalization and Economic Growth: Some Simulation Results. *Journal of Economic Development*, 9(2), 25-43.
- GUPTA, K. L. (1987). Aggregate Savings, Financial Intermediation and Interest Rate. *Review of Economics and Statistics*, 69(2), 303-311.
- GUPTA, K. L. & LENSINK, R. (1996a). Financial Liberalization and Investment. *Studies in Development Economics*, 4(183) London and New York: Routledge.
- GUPTA, K. L. & LENSINK, R. (1996b). Allocative Efficiency and Financial Deregulation. *International Review of Economics and Finance*, 5(1), 35-49.

- GUPTA, K. L. & LENSINK, R. (1996c). Financial Repression and Fiscal Policy. *Journal of Policy Modelling*, 19(4), 351-373.
- GUPTA, K. L. & LENSINK, R. (1997). Informal Sector and Informal Capital Market in a Small Open Less-Developed Economy. *Journal of Development Economics*, 52.
- GURLEY, J. G. & SHAW, E. S. (1960). *Money in a Theory of Finance*. Washington, D.C.: Brookings Institution.
- GÜLOĞLU, B. (2001). İstikrar Programından İstikrarsızlığa (Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri). *Yeni Türkiye Dergisi*, 1, 1-11.
- GÜLOĞLU, B. ve ALTUNOĞLU, E. (2002). Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 27, 111-140.
- HABIBULLAH, M. S. & SMITH, P. (1999). Liquidity Constraints and Financial Liberalization: The Case for Asian Developing Countries. *Applied Economic Letters*, 6, 259-262.
- HADRI, K. (2000). Testing for Stationarity in Heterogeneous Panel Data. *Econometrics Journal*, 3, 148-161.
- HAQUE, N. U., LAHINI, K. & MONTIEL, P. J. (1990). A Macroeconometric Model for Developing Countries. *IMF Staff Papers*, 37(3), 537-559.
- HENRY, P. B. (2000) Stock Market Liberalization, Economic Reform and Emerging Market Equity Prices. *The Journal of Finance*, IV(2).
- HERMES, N. & LENSINK, R. (1996). Financial Reform and Information Problems in Capital Markets: An Empirical Analysis of the Chilean Experience, 1983-1992. *Research Report 96C37, University of Groningen, Research Institute SOM (Systems, Organisations and Management)*.
- HSIAO, C. (2003), *Analysis of Panel Data*, 2<sup>nd</sup> edition. Cambridge, University Press.
- IM, K. S., PESARAN, M. H. & SHIN, Y. (2003). Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*, 115, 53-74.

- İNSEL, A. ve SUNGUR, N. (2000), Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomi Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği - 1989:III - 1999:IV. *erc/ODTÜ Uluslar arası Ekonomi Kongresi IV*, Eylül, Ankara.
- İSTEMİHAN, M. F. (2004). Finansal Küreselleşme ve Para Politikalarına Etkileri. [www.akademiktisat.net/finansal\\_kuresellesme\\_para\\_politikasi\\_istemihan.htm](http://www.akademiktisat.net/finansal_kuresellesme_para_politikasi_istemihan.htm) (Erişim Tarihi: 02.03.2010)
- İŞKUR Sosyal ve Ekonomik Gelişmeler. <http://statik.iskur.gov.tr/tr/disiliskiler/bolum1.htm> (Erişim Tarihi: 04.03.2010)
- JOHNSTON, J. & DINARDO, J. (1997). *Econometric Methods*, 4<sup>th</sup> ed., McGraw-Hill.
- JOYCE, J. P. (2009). Financial Globalization and Banking Crises in Emerging Markets. <http://www.wellesley.edu/Economics/joyce/FGBC2.pdf> (Erişim Tarihi: 09.05.2010).
- KAHYAOĞLU, H. (2008). Türkiye'de Finansal Risklerin Reel Piyasalara Etkisi: Aktarım Mekanizmalarının Analizi. *Doktora Tezi*. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KANDEMİR, Ş. (2006). Finansal Serbestleşme Sürecinin Türk Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri. *Doktora Tezi*. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KANDİLLER, R. (1997). 1990'lı Yıllarda İzlenen Para Politikaları ve Değerlendirilmesi. *Hazine Dergisi*, 7, 3-4.
- KANG, S. J. & SAWADA, Y. (2000). Financial Repression and External Openness in an Endogeneous Growth Model. *Journal of International Trade and Economic Development*, 9(4), 427-443.
- KAPUR, B. K. (1976). Alternative Stabilization Policies for Less Developed Economies. *Journal of Political Economy*, 84(4), 777-795.
- KAPUR, B. K. (1983). Optimal Financial and Foreign-Exchange Liberalization of Less-Developed Economies. *Quarterly Journal of Economics*, 98(1), 41-62.
- KAPUR, B. K. (1989). Inflation and Financial Deepening: Comment. *Journal of Development Economics*, 31(2), 379-396.

- KAPUR, B. K. (1992). Formal and Informal Financial Markets and the Neo-Structuralist Critique of the Financial Liberalization Strategy in Less Developed Countries, *Journal of Development Economics*, 38(1), 63-77.
- KAR, M. & PENTACOST, E. (2000). Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality. Loughborough University, *Department of Economics, Research Paper*, 27, 2.
- KAR, M. ve TAŞ, S. (2003). *İktisadi Kalkınmada Para ve Sermayenin Yeri. Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- KAR, M. ve AĞIR, H. (2005). Finansal Derinleşmenin Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 496.
- KAR, M. ve KARA, A. (2003). Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler. <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/temmuz2003/sermayeyuzde20hareketleri.htm> (Erişim Tarihi: 05.03.2010).
- KARACAN, A. (1997). *Finans Ekonomi ve Politika*. Creative Yayıncılık, Ankara.
- KARADEMİR, A. (2005). Türkiye'de Finansal Liberalizasyonun Dış Kaynak Bağımlılığına Etkileri. *Yüksek Lisans Tezi*. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KASMAN, A., TURGUTLU, E. ve KONYALI, G. (2005). Cari Açık Büyümenin mi Aşırı Değerli TL'nin mi Sonucudur?. *İşletme Finans Dergisi*, 20(233), 90.
- KASMAN S. ve AYHAN, D. (2008). Avrupa Birliği'nin Genişleme Sürecinde Satın Alma Gücü Paritesi Sağlanıyor mu?", 2.Ulusal İktisat Kongresi: "Türkiye'nin İktisadi Dönüşüm Süreci", Dokuz Eylül Üniversitesi, İİBF İktisat Bölümü, İzmir, 5.
- KAVAS, N. (2004). Türkiye'de Finansal Liberalizasyonun Bankacılık Sisteminin Fon Kaynakları ve Kullanımı Üzerine Etkilerinin Analizi. *Yüksek Lisans Tezi*. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KAYA, Y. (1998). Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı. Yayın ve Temsil Dairesi Başkanlığı Yayın ve Basım Şube Müdürlüğü Yayın No: DPT: 2487

- KAYACAN, M. (2004). Finansal Liberalleşme ve Finansal Sınırlama Politikaları Üzerine Tartışmaların Temeli. *Maltepe Üniversitesi İİBF Ekonomik Toplumsal ve Siyasal Analiz Dergisi*. 1(1), 35-43.
- KAZGAN, G. (2002). *Küreselleşme ve Ulus Devlet*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- KAZGAN, G. (2005). *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001)*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- KEATING, J. W. (1990). Identifying VAR Models Under Rational Expectations. *Journal of Monetary Economics*, 25.
- KEPENEK, Y. ve YENTÜRK, N. (2005). *Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: Remzi Yayınevi
- KEYDER, Ç. (1993). *Dünya Ekonomisi İçinde Türkiye (1923-1929)*, İkinci Baskı, İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 133-134.
- KILIÇBAY, A. (1991). *Türk Ekonomisinin Son 10 Yılı*, Milliyet Yayınları, İstanbul.
- KING, R. G. & LEVINE, R. (1993). Finance and Growth : Schumpeter Might Be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, CVIII(434), 717-737.
- KİBRİTÇİOĞLU, A. ve KİBRİTÇİOĞLU, B. (1999). Ham Petrol ve Akaryakıt Ürünü Fiyat Artışlarının Türkiye'deki Enflasyonist Etkileri. *T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırmalar Genel Müdürlüğü*, 1-38.
- KOHSAKA, A. (1984). The High Interest Rate Policy under Financial Repression. *Developing Economies*, 22(4), 419-452.
- KÖSE, A. H. (2006). *Dünya Ekonomisi İçinde Türkiye: Dış Ticaret ve Sermaye Hareketlerindeki Gelişmeler*. *Türkiye Ekonomisi*. Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- KRAAY, A. (1998). In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization. *The World Bank* (October).
- KULA, F. (2003). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(2), 141-154.

- KUMAR, R. C. (1983). Money in Development: A Monetary Growth Model a la McKinnon. *Southern Economic Journal*, 50(1), 18-36.
- KUMAR, V., LEONA, R. P. & GASKING, J. N. (1995). Aggregate and Disaggregate Sector Forecasting Using Consumer Confidence Measures. *International Journal of Forecasting*.
- LAUMAS, P. S. (1990). Monetization, Financial Liberalization and Economic Development. *Economic Development & Cultural Change*, 38(2), 377-390.
- LEE, J. & STRAZICICH, M. C. (2004). Minimum LM Unit Root Test with One Structural Break. *Appalachian State University, Department of Economics Working Paper*, No: 04-17, December, s.1-2, [http://econ.appstate.edu/REPEc/pdf/wp\\_0417.pdf](http://econ.appstate.edu/REPEc/pdf/wp_0417.pdf) (Erişim Tarihi: 16.06.2010).
- LEVIN, A., LIN, C. F. & CHU, C. S. J. (2002). Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties, *Journal of Econometrics*, 108, 1-24.
- LEVINE, R. & ZERVOS, S. (1998). Stock Market, Banks and Economic Growth”, *American Economic Review*, 88, 537-58.
- LUCAS, R. E. (1988). On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3-42.
- LÜTKEPOHL, H. (1993). *Introduction to Multiple Time Series Analysis*, Berlin, Springer -Verlag.
- MADDALA, G. S. (1989). *Introduction to Econometrics*, New York, MacMillan Publishing Company.
- MAHAR, M. & WILLIAMSON, J. (2002). *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, Çev. Güven Delice, Ankara: Liberte Yayınları.
- MARTIN, P. & REY, H. (2002). Financial Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?., *NBER Working Paper* No.9288.
- MATHIESON, D. J. (1979). Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy. *International Monetary Fund Staff Papers*, 26, 450-89.
- MATHIESON, D. J. (1980). Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy. *Journal of Development Economics*, 7, 359-395.

- MATHIESON, D. J. (1981). Inflation, Interest Rates and The Balance of Payments during a Financial Reform: The Case of Argentina. *World Development*, 10(9), 813-827.
- McKINLEY, T. (2005). *Büyüme ve Yoksulluk Azaltmak İçin Ekonomik Politikalar: Yoksulluğu Azaltma Stratejisi Çalışmaları, Neoliberal Zorunlu Koşullar ve Mutabakat Sonrası Alternatifler. Yeni Emperyalizm Ekonomisi*. İstanbul: Yeni Hayat Kütüphanesi.
- McKINNON, R. I. (1973). *Money & Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: The Brookings Institution.
- McKINNON, R. I. (1976). Alternative Stabilization Policies for Less Developed Economies. *Journal of Political Economy*, 84(4), 777-795.
- McKINNON, R. I. (1981). Financial Repression and Liberalization Problem Within Less Developed Countries. *The World Economic Order, Past and Prospects*, edited by Grassman S. and Lundberg E. (New York: St. Martins Press).
- McKINNON, R. I. (1988). Financial Liberalization and Economic Development : A Reassessment of Interest Rate Policies in Asia and Latin America. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), 29-54.
- MISHKIN, F. S. (1998). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 5<sup>th</sup> Edition, Addison-Wesley Publishing Co., New York.
- MİYNAT, M. (2007). Finansal Liberalleşme, Finansal Krizler ve Finansal Transferlerin Yeniden Dağıtım Boyutu. *İktisat, İşletme ve Finans*. 251, 63-84.
- MOLHO, L. E. (1986). Interest Rates, Savings and Investment in Developing Countries: Re-examination of the McKinnon-Shaw Hypothesis. *IMF Staff Papers*, 33, 90-118.
- MORENO, R. (2000). What Explains Capital Flows? *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter 2000*, <http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/2000/el2000-22.html> (Erişim tarihi: 24.02.2010).
- MORISSET, J. (1993). Does Financial Liberalization Really Improve Private Investment in Developing Countries?. *Journal of Development Economics*, 40, 133-150.

- MURINDE, V. & ENG, F. S. H. (1994). Financial Development and Economic Growth in Singapore: Demand-following or Supply-leading?. *Applied Financial Economics*, 4, 91-404.
- MÜSLÜMOV, A. ve ARAS, G. (2002). Sermaye Piyasası Gelişmesi ve Ekonomik Büyüme arasında Nedensellik İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği. *İktisat İşletme Finans*, 198, 90-104.
- NELSON, C. & PLOSSER, C. (1982). Trends And Random Walks in Macroeconomic Time Series: Some Evidence And Implications. *Journal of Monetary Economics* 10, 139-169.
- NETO, D. G. & VEIGA, F. J. (2008) Financial Globalization, Convergence and Growth. *NIPE Working Paper*
- ODEKON, M. (2002). Financial Liberalization and Investment in Turkey. Briefing Notes in Economics, Issue No.53, [http://www.Richmond.ac.uk/bne/Odekon\\_Issue53.pdf](http://www.Richmond.ac.uk/bne/Odekon_Issue53.pdf). (Erişim Tarihi : 13.05.2010).
- ONUR, S. (2005). Finansal liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*. 1(1), 127-152.
- ORHAN, O. Z. ve ERDOĞAN, S. (2003). *Para Politikası*, İstanbul: Avcı Ofset.
- ÖZATALAY, F. (2009). *Finansal Krizler ve Türkiye*, Doğan Kitap, Birinci Baskı, İstanbul.
- ÖZBİLEN, Ş. (2000). Finansal Deregülasyonun Türkiye Ekonomisine Etkileri. [www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/sevki1.pdf](http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/sevki1.pdf) (Erişim Tarihi: 02.12.2010).
- ÖZEL, S. (2005). *Global Finansal Krizler*. İstanbul: Deniz Kültür Yayınları
- ÖZER, H. G. (2006). Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi (1980 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği), *Güncelleştirilmiş Doktora Tezi*, SPK Yayın No: 189, Ankara.
- ÖZLALE, Ü. (2003). *Küreselleşme Sürecinde Uygulanan Para Politikalarının Genel Değerlendirmesi. 2000-2003 Petrol-İş Yılığ*. İstanbul: Petrol İş Yayınları
- ÖZLALE, Ü. & YELDAN, E. (2002). Measuring Exchange Rate Misalignment in Turkey, *mimeo*, Bilkent University.

- PALA, C. (1996). *20. Yüzyılın Şeytan Üçgeni: ABD-Petrol-Dolar*. İstanbul: Kavram Yayınları
- PARASIZ, İ. (1998). *Türkiye Ekonomisi 1923'ten Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları
- PATNAIK, P. (2005). *Yeni Emperyalizm. Yeni Emperyalizm Ekonomisi*. İstanbul: Yeni Hayat Kütüphanesi.
- PATRICK, H. T. (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. *Economic Development and Cultural Change*, 14(2), 174-189.
- PAYNE, J., LEE, J. & HOFER, R. (2005). Purchasing Power Parity: Evidence from a Transition Economy. *Journal of Policy Modeling*, 27, 669.
- PERRON, P. (1989). The Great Crash, The Oil Price Shocks and The Unit Root Hypothesis. *Econometrica*, 57, 1361-1401.
- PORTER, R. C. (1966). The Promotion of the "Banking Habit" and Economic Development. *Journal of Development Studies*, July.
- PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S. J. & KÖSE, M. A. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. *International Monetary Fund*.
- PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S. J. & KÖSE, M. A. (2004). Financial Globalization, Growth And Volatility in Developing Countries", *NBER Working Paper*.
- REISEN, H. & SOTO, M. (2001). Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?. *International Finance, Wiley Blackwell*, 4(1), 1-14.
- RESMÎ GAZETE, 22.07.1996 tarih 22706 sayılı Resmi Gazete.
- REY, H. & MARTIN, P. (2005). Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?. *NBER Working Paper*.
- RINCÓN, H. (2007). Financial Globalization, Economic Growth, and Macroeconomic Volatility. *Banco De La Republica Colombia Working Paper*, January.

- RODRİK, D. (1990). Premature Liberalization, Incomplete Stabilization: The Ozal Decade In Turkey. *NBER Working Paper Series*, Working Paper No. 3300.
- RODRİK, D. (1999). *Yeni Küresel Ekonomi ve Gelişmekte Olan Ülkeler*. İstanbul: Sabah Kitapları.
- SAĞLAM, D. (1990). *Türkiye Ekonomisi*. Eskişehir: AÖF Yayınları.
- SAK, G. (1995). *Public Policies Towards Financial Liberalization : A General Framework and An Evaluation of The Turkish Experience in The 1980's*. Ankara: Capital Markets Board Publication.
- SAPİR, J. (2008). Global Finance In Crisis: A Provisional Account Of The “Subprime” Crisis And How We Got Into It. *Real-World Economics Review*, (46).
- SARAÇOĞLU, R. (1990). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Parasal Programı Hakkında Dr. Rüşdü Saraçoğlu Tarafından Verilen Brifing Metni, TCMB, Başbakanlık Özel Bürosu, Ankara 16 Ocak, s. 3-4.
- SARAÇOĞLU, R. (1997). Financial Liberalization in Turkey. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 132, 5-18.
- SARFATİ, M. (2003). Finansın Liberalizasyonu. *İktisat Dergisi*, 438, 38-41.
- SAVAŞ, V. (1989). *Anayasal İktisat*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- SAYGILI, F. (2001). Finansal Serbestleşmenin, Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisi. *Ege Akademik Bakış*, 1(1), 165-184.
- SCHMIDT, U. (1997). Rationing versus Collateralization in Competitive and Monopolistic Credit Markets with Asymmetric Information. *European Economic Review*, 41.
- SCHORFHEIDE, F. (2003). Learning and Monetary Policy Shifts. <http://www.ssc.upenn.edu/~schorf/papers/lp.pdf>, (Erişim: 10.06.2011).
- SCHRODER, S. K. (2002). A Minskian Analysis of Financial Crisis In Developing Countries. *CEPA Working Paper*, 09.
- SEYİDOĞLU, H. (2003). *Uluslararası İktisat*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.

- SHAN, J. Z., MORRIS, A.G. & SUN, F. (2001). Financial Development and Economic Growth: An Egg-and-Chicken Problem?. *Review of International Economics*, 9(3), 443-454.
- SHAN, J. Z. & MORRIS, A.G. (2002). Does Financial Development 'lead' Economic Growth?. *International Review of Applied Economics*, 16(2), 153-168.
- SHAN, J. Z. & JIANHONG, Q. (2006). Does financial development 'lead' economic growth? The case of China. *Annals of Economics and Finance*, (1), 231–250.
- SHAW, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- SHILLER, R. J. (2007). Understanding Recent Trends In House Prices And Home Ownership. *Economics Department Working Paper No. 28* Cowles Foundation Discussion Paper No. 1630.
- SIKORSKI, T. M. (1994). Limits to Financial Liberalization: The Experiences of Indonesia and The Philippines. *Savings and Development*, XVIII(4), 393-426.
- SIKORSKI, T. M. (1996). *Financial Liberalization in Developing Countries*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- SINGH, A. (2003). Capital Account Liberalisation, Free Long-term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development. *Eastern Economic Journal*, 29(2), 191-216.
- SOYDEMİR, S. (1998). *Türkiye'de Finansal Fon Akımları*. Ankara: SPK Yayınları.
- SÖNMEZ, S. (2003). Türkiye'de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü mü? Kalkınmanın İtici Gücü mü?. *Ekonomik Yaklaşım*, 49(14).
- SÖNMEZ, S. (2005) *Dünya Ekonomisinde Dönüşüm*, 2. Baskı, Ankara: İmge Yayınları
- SÖNMEZ, M. (1992). *100 Soruda 1980'lerden 1990'lara Dışa Açılan Türkiye Kapitalizmi*. İstanbul: Gerçek Yayınevi.
- STIGLITZ, J. E. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability. *World Development*, 28(6), 1075-1086.
- STIGLITZ, J. E. (2002). *Globalization And Its Discontents*, New York: W.W. Norton & Company, Inc.

- STIGLITZ, J. E. & WEISS, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- STIGLITZ, J. E. & WEISS, A. (1987). Credit Rationing: Reply. *American Economic Review*, 77(1).
- STUDART, R. (1993). Financial Repression and Economic Development: Towards a Post-Keynesian Alternative. *Review of Political Economy*, 5(3), 277-298.
- STULZ, R. M. (1999). Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital. *NBER Working Papers* 7021, National Bureau of Economic Research, Inc.
- ŞENGÖNÜL, A., ALTIOK, M. ve GÜRBÜZ, R. (2007). Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*, 252, 27-48
- ŞİMŞEK, H. A., ve ALTAY, A. (2009). Küresel Kriz Ortamında Türkiye’de Maliye Politikalarının Değerlendirilmesi. *Gündem Dergisi*, 46(528), 11 – 23.
- ŞİŞMAN, M. (2005). Uluslararası Para Sistemizliği ve Mali Sermaye Akımları (1980-2002): Gelişmekte Olan Ülkeler (Güney) İçin Öneriler. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 233, 117-123.
- TAŞ, S. (2001). Finansal Liberalizasyon, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri. *Doktora Tezi*, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon.
- TAYLOR, L. (1974). Review of McKinnon's and Shaw's book of 1973. *Journal of Development Economics*, 1(1), 81-84.
- TAYLOR, L. (1983). *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*. New York: Basic Books.
- T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı, 1923'den Günümüze Türkiye Ekonomisi, <http://www.foreigntrade.gov.tr/Ekonomi/Trkekon.htm>, (15.06.2010).
- TCMB. (2002). Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) (Erişim Tarihi: 11.07.2010).
- TCMB. (2008). Finansal İstikrar Raporu. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) (Erişim Tarihi: 11.07.2010).

- TEMURLENK, S. M. ve OLTULULAR, S. (2007). Türkiye'nin Ekonomik Değişkenlerinin Bütünleşme Dereceleri Üzerine Bir Araştırma. 8. *Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi Tebliğleri*, İnönü Üniversitesi, Malatya, 2-3.
- TEPAV. (2009). Türkiye Ekonomisi İçin Kriz Önlemleri. TEPAV Küresel Kriz Çalışma Grubu.
- TEZER, Ö. ve ÇOLAK, Ö. F. (1999). *Finansal Sistem ve Bankalar*. İstanbul: Nobel Yayın Dağıtım
- THANGAVELU, S. M. & JIUNN, J. A. B. (2004). Financial Development and Economic Growth in Australia: An Empirical Analysis. *Empirical Economics*, 29, 247-260.
- TOKGÖZ, E. (1999). *Türkiye'nin İktisadi Gelişme Tarihi (1914-1999)*. Ankara: İmaj Yayıncılık
- TOBIN, J. (1958). Liquidity Preference as Behavior towards Risk. *Review of Economic Studies*, 25(2), 65-86.
- TOBIN, J. (1965) "Money and Economic Growth." *Economica*, 33:671-684.
- TOPRAK, H. H. (2006). Cari İşlemler Dengesinin Sürdürülebilirliği. *Yüksek Lisans Tezi*. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- TOPRAK, M. (1993). 1980 Sonrası Ekonomide Yapısal Değişme, Finansal Derinleşme. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 83, 18-33.
- TSENG, W. & CORKER, R. (1991). Financial Liberalization, Money Demand and Monetary Policy in Asian Countries. Occasional Paper: 84, Washington DC: *International Monetary Fund*.
- TURGUT, A. (2006). Finansal Entegrasyon ve Finansal Krizler Türkiye Örneği: 1994, 2000, 2001 Krizleri. *Doktora Tezi*. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- TÜRKER, O. (2009). Ekonomik Liberalizasyon ve Ekonometrik Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi. *International Davraz Congress on Social and Economic Issues – IDC'09*, Süleyman Demirel University, Isparta, <http://idc.sdu.edu.tr/tam-metinler/kalkinma/kalkinma4.pdf> (Erişim Tarihi: 10.10.2010).

- TÜSİAD. (2002). *Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri: Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri Işığında Türkiye Analizi*. İstanbul: Tüsiad Yayınları
- URAL, M. (2003). Finansal Krizler ve Türkiye. *Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi*, 18(1), 11-28.
- UTKULU, U. (1993). Cointegration Analysis: An Introduction Survey with Application to Turkey. I. Ulusal Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu Bildirileri, Ege Üniversitesi Basımevi, İzmir, 306.
- UTKULU, U. (1997). How to Estimate Long-Run Relationships in Econometrics: An Overview of Recent Developments. *Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi*, 12(2), 39.
- UTKULU, U. (1997). Testing for Unit Roots with Structural Change: An Application of the Perron Additive Outlier Test to the Turkish Macroeconomic Time-Series Data. *Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi*, 12(1), 231.
- UTKULU, U. ve KAHYAOĞLU, H. (2005). Ticari ve Finansal Açıklık Türkiye’de Büyümeyi Ne Yönde Etkiledi?. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*.
- UTKULU, U. & ÖZDEMİR, D. (2004). Does Trade Liberalization Cause a Long Run Economic Growth in Turkey. *Economics of Planning*, 37, 245–26.
- UYGUR, E. (1993). Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey. *Proceeding of a Conference Held in Washington, USA on December 28 - 30, 1990*, 1 - 51 , Organized by: Yaman Aşıkoğlu and Hasan Ersel, Ankara: The Central Bank of The Republic of Turkey.
- UYGUR, E. (2001). *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri*. [www.tek.org.tr](http://www.tek.org.tr) (Erişim Tarihi: 12.04.2010).
- UYSAL, Y. (1999). Bölüşüm İlişkileri ve Bu ilişkilerin Düzenlenmesinde Etkili Olabilecek İktisat Politikalarının Değerlendirilmesi-Türkiye Örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(2).
- VALDERAMA, D. (2003). Financial Development, Productivity, and Economic Growth. *FRBSF Economic Letter*, 18, June.

- VAN RIJCKEGHEM, C. ve ÜÇER, M. (2009). Türkiye’de Tasarruf Oranı’nın Evrimi ve Başlıca Belirleyicileri: Doğru Politikalar İçin Çıkarılacak Dersler. TÜSİAD - T/2009-02 /482
- VARIAN, H. R. (1993). *Intermediate Microeconomics: A Modern Approach*, 3rd Edition, New York: W.W. Norton & Co. Publishers.
- VENET, B. (2003). Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme. *İktisat Dergisi*, (438), 60-70.
- VAN WIJNBERGEN, S. (1982). Stagflationary Effects of Monetary Stabilization Policies, a Quantitative Analysis of South Korea. *Journal of Development Economics*, 10(1), 133-169.
- VAN WIJNBERGEN, S. (1983a). Credit Policy, Inflation and Growth in a Financial Repressed Economy, *Journal of Development Economics*, 13, 45-65.
- VAN WIJNBERGEN, S. (1983b). Interest Rate Management in LDCs. *Journal of Monetary Economics*, 12, 433-452.
- VAN WIJNBERGEN, S. (1985) Macroeconomic Effects of Changes in Bank Interest Rates: Simulation Results for South Korea. *Journal of Development Economics*, 18, 541-554.
- VOYVODA, E. ve YELDAN, E. (2001). Patterns of Productivity Growth and the Wage Cycle in Turkish Manufacturing. *International Review of Applied Economics, Taylor and Francis Journals*, 15(4), 375-396.
- WARNE, A. (2004). Lecture Notes on Stuructural Vector Autoregression. [http://texlips.hypermart.net/download/lecture\\_notes.pdf](http://texlips.hypermart.net/download/lecture_notes.pdf), (Erişim: 10.06.2011).
- WAI, T. (1977). Interest Rates Outside the Organized Money Markets of Underdeveloped Countries. *IMF Staff Papers*, 6(1), 80-142.
- WAI, T. (1980). The Role of Unorganized Financial Markets in Economic Development and in the Formulation of Monetary Policy. *Savings and Development*, 4(4), 259-265.
- WANG, J. Y. (2006). Financial Liberalization in East Asia: Lessons from Financial Crises and the Chinese Experience of Controlled Liberalization. *Journal of World Trade*.

- WILLIAMSON, J. & MAHAR, M. (1998). *A Survey of Financial Liberalization*. Essays in International Finance, International Finance Section, New Jersey: Princeton University.
- WOOLDRIDGE, J. M. (2003). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Cambridge: The MIT Press.
- XU, Z. (2000). Financial Development, Investment, and Economic Growth. *Economic Inquiry*, 38(2), 331-344.
- YAMAK, R. ve KORKMAZ, A. (2005). Reel Döviz Kuru ve Dış Ticaret Dengesi İlişkisi. *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, (2), 22-23.
- YANG, J. (2002). Direct And Financial Foreign Investment: How Do They Differ in The Benefits To The Developing Countries. *The George Washington University, Global Management Research Working Paper*, 02(10).
- YAPRAKLI, S. (2007). Ticari ve Finansal Dışa Açıklık İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. *Ekonometri ve İstatistik*.
- YAY, T. (2003). Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme. *İktisat Dergisi*, 438, 16-33.
- YELDAN, E. (1992). Financial Liberalization and Fiscal Repression in Turkey: Policy Analysis in a CGE Model with Financial Markets. *Journal of Policy Modeling*, 19(1), 79-117.
- YELDAN, E. (2002). Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler. *Praksis Dergisi*, 6, 1-14.
- YELDAN, E. (2003). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, 7. Baskı. İstanbul: İletişim Yayınları.
- YELDAN, E. (2004). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: İletişim Yayınları.
- YELDAN, E. (2009). Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007 - 2008 Krizi. *Ekonomi ve Hukuk Dergisi*, (20), 12.
- YENTÜRK, N. (1997). Finansal serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 8(27).

- YENTÜRK, N. (2005). *Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları
- YILDIZOĞLU, E. (2004). *Hegemonyadan İmparatorluğa. İktisat Üzerine Yazılar I: Küresel Düzen, Birikim, Devlet ve Sınıflar*. İstanbul: İletişim Yayınları

**EK-1:****Tüm Ülkeler Grubu (111 ülke)**

Afganistan	Endonezya	İsveç	Maldivler	Sri Lanka
Angola	Eritre	İsviçre	Malezya	Sudan
Arjantin	Estonya	İzlanda	Mali	Suriye
Arnavutluk	Etiyopya	Jamaika	Meksika	Şili
Bangladeş	Fas	Kamboçya	Mısır	Tanzanya
Barbados	Fiji	Kamerun	Moldova	Tayland
Belarus	Fildişi Sahili	Katar	Moritanya	Togo
Belçika	Filipinler	Kenya	Mozambik	Tunus
Belize	Finlandiya	Kolombiya	Namibya	Türkiye
Benin	Gabon	Kore	Nepal	Ukrayna
Birleşik Arap Emirlikleri	Gana	Kosta Rika	Nijer	Umman
Bolivya	Grönland	Kuveyt	Nijerya	Uruguay
Bosna Hersek	Guatemala	Küba	Nikaragua	Ürdün
Brezilya	Guyana	Latviya	Norveç	Venezuela
Burundi	Güney Afrika	Lesoto	Pakistan	Vietnam
Cape Verde	Gürcistan	Liberya	Panama	Yemen
Cezayir	Haiti	Libya	Paraguay	Yeni Zelanda
Çad	Hırvatistan	Litvanya	Peru	Yunanistan
Çek Cumhuriyeti	Hindistan	Lübnan	Polonya	Zimbabve
Çin	Honduras	Lüksemburg	Portekiz	
Dominik Cumhuriyeti	İrlanda	Macaristan	Romanya	
Ekvador	İspanya	Madagaskar	Samoa	
El Salvador	İsrail	Makedonya	Slovenya	

**Düşük Gelir Grubu (28 ülke)**

Afganistan	Fildişi Sahili	Madagaskar	Pakistan
Bangladeş	Gana	Mali	Sudan
Benin	Haiti	Moritanya	Tanzanya
Burundi	Hindistan	Mozambik	Togo
Çad	Kamboçya	Nepal	Vietnam
Eritre	Kenya	Nijer	Yemen
Etiyopya	Liberya	Nijerya	Zimbabve

**Alt-orta Gelir Grubu (38 lke)**

Angola	Endonezya	Kolombiya	Peru
Arnavutluk	Fas	Küba	Samoa
Belarus	Fiji	Lesoto	Sri Lanka
Bolivya	Filipinler	Makedonya	Suriye
Bosna Hersek	Guatemala	Maldivler	Tayland
Cape Verde	Guyana	Mısır	Tunus
Cezayir	Gürcistan	Moldova	Ukrayna
Dominik Cumhuriyeti	Honduras	Namibya	Ürdün
Ekvador	Jamaika	Nikaragua	
El Salvador	Kamerun	Paraguay	

**Üst-orta Gelir Grubu (25 lke)**

Arjantin	Hırvatistan	Malezya	Türkiye
Barbados	Kosta Rika	Meksika	Umman
Belize	Latviya	Panama	Uruguay
ek Cumhuriyeti	Libya	Polonya	Venezuela
Estonya	Litvanya	Romanya	
Gabon	Lübnan	Slovenya	
Güney Afrika	Macaristan	ili	

## ÖZGEÇMİŞ

### KİŞİSEL BİLGİLER

**Adı Soyadı** : Ayberk Nuri BERKMAN  
**Doğum Yeri ve Tarihi** : Lafayette, Indiana, A.B.D. 25.12.1970  
**Adres** : Çukurova Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü  
 Balcalı Kampüsü, Adana  
**Telefon** : +90 (536) 511 70 00  
**e-posta** : aberkman@cu.edu.tr  
**Yabancı Dil** : İngilizce

### ÖĞRENİM DURUMU

**2005-2011** : Doktora, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Adana.  
**2002-2005** : Yüksek Lisans, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Adana.  
**1989-1995** : Lisans, Bilkent Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Ankara.

### İŞ DENEYİMİ

**2002-2011** : Araştırma Görevlisi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Adana.  
**1999-2001** : Registered Representative / Broker, AXA Advisors, LLC., Gateway Region, Peoria, IL USA  
**1998-1999** : Brokerage Service Representative, American Investment Services Inc., E. Peoria, IL USA  
**1996-1998** : Kurumsal Pazarlama Uzmanı, Pamukbank T.A.Ş. Ulus/Ankara Şubesi

## BİLİMSEL YAYINLAR VE SEMİNERLER

- Çolak, A., Uzun, T., Berkman, A. N., Akyüzlüer, G., Koçhan, A. (2008), “Design Process Model with Student Participation in Basic Design Education”, *Designtrain Congress- Trailer II*, [www.designtrain-ldv.com/activities/7/82-acolak-tuzun.pdf](http://www.designtrain-ldv.com/activities/7/82-acolak-tuzun.pdf), 05-07 June 2008 Amsterdam, The Netherlands.
- Uzun, T., Çolak, A., Berkman, A. N. (2009), “Urban Design Process with ‘The Urban User’ Participation”, *REAL CORP 2009: Cities 3.0- Strategies, Concepts and Technologies for Planning the Urban Future*, Sitges, Spain, 22-25 April 2009-[www.corp.at](http://www.corp.at) ISBN: 978-3-9502139-7-3
- İşcan, E., Berkman, A. N. ve Öztürk, Ö. (2010), “Importance of Collaboration for Alternative Energy Between Euro-Mediterranean Countries”, the 2<sup>nd</sup> EMUNI Research Souk the Euro-Mediterranean Student Research Multi-conference “Living Together in the Multi-cultural Society”, 14 June 2010, Adana.
- Çolak, A., Uzun, T., Berkman, A. N., Koçhan, A. (2010), “The Concept of Wall in The Design Process”, 21<sup>th</sup> Biennial Congress of IAEA - Aesthetics + Design, 25-28 August 2010 Dresden, Germany.
- İşcan, E., Berkman, A. N. ve Öztürk, Ö. (2010), “The Finance-Growth Nexus: Evidence from Turkey”, 6<sup>th</sup> International Conference on Business, Management and Economics – ICBME’10, Yaşar University, 07 October 2010, İzmir.
- Berkman, A. N. (2011), “The Interaction Between Human Capital and Innovation Capability toward Economic Growth: Employability of human Capital within Meda Region”, the 3<sup>rd</sup> EMUNI Research Souk the Euro-Mediterranean Student Research Multi-conference “Innovation and Employability- the Universities Challenge”, 21 March 2011, Adana.
- Koçhan, A., Çolak, A., Uzun, T., Berkman, A. N., Yeğin, M. (2011) “Semantic Link with the Natural Environment: Sustainable and Healthy Artificial Environments for Hot-Humid and Warm-Humid Climates”, *World Renewable Energy Congress- WREC 2011- Sustainable Cities and Regions (SCR)*, 08-11 May 2011, Linköping, Sweden.
- Berkman, A. N. (2011), “Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki”, *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 12, Sayı:2, Ekim 2011, ISSN 1303-1279.
- Berkman, A. N. (2011), *Bağımsız Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların İktisadi Etkileri*, Adana Nobel Kitabevi, ISBN: 978-605-397-134-4