

TC  
Mersin Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İktisat Anabilim Dalı

FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİNDE TÜRKİYE’DE KISA VADELİ SERMAYE  
HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Rana GÜRBÜZ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mersin, 2006

TC  
Mersin Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İktisat Anabilim Dalı

FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİNDE TÜRKİYE’DE KISA VADELİ SERMAYE  
HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Rana GÜRBÜZ

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Metin ALTIOK

YÜKSEK LİSANS TEZİ


Mersin, 2006

Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından İKTİSAT Anabilim/~~dalı~~ Dalında Yüksek Lisans/~~tez~~ tezi olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Hikmet İYİÖKER

Unvan, Ad, Soyad  
(Başkan)



Doç. Dr. Fatih CİN

Unvan, Ad, Soyad  
(Üye)



Yrd. Doç. Dr. Melih ALTINOK

Unvan, Ad, Soyad  
(Üye)



Unvan, Ad, Soyad  
(Üye)

Unvan, Ad, Soyad  
(Üye)

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım.

...../...../200..

Prof. Dr. Serra DURUGÖNÜL  
Enstitü Müdürü

## ÖNSÖZ

Bugün dünya ekonomisinde, finansal sermaye akımları, dünya mal ve hizmet üretiminin çok üzerinde boyutlara çıkmıştır. Kısa vadeli ve spekülâtif niteliği ağır basan finansal sermaye akımları, bir ülkeden diğerine rahatça girip çıkabilmekte, kendisine en yüksek getiriyi sağlayan bölge ve ülkelere yönelmektedir. Bu tür sermaye akımları, Türkiye ve benzer konumdaki pek çok gelişmekte olan ülke ekonomisi üzerinde önemli etkiler ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin finansal sermaye akımları karşısında uygulayacakları politikaların saptanmasında, bu tür sermaye akımlarının ortaya çıkardığı etkilerin net olarak belirlenmesi büyük önem taşımaktadır. Dolayısıyla bu çalışma, Türkiye ekonomisi üzerine yapılacak araştırma ve incelemelere küçük de olsa bir katkı yapabilme çabası taşımaktadır.

Finansal serbestleşme sürecinde, kısa vadeli sermaye akımlarının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerinin analiz edildiği bu çalışmanın ortaya çıkmasında emeği geçen, değerli hocam Prof. Dr. Hikmet İYİDİKER'e, Yrd. Doç. Dr. Metin ALTIOK'a ve Yrd. Doç. Dr. Ahmet ŞENGÖNÜL'e sonsuz teşekkür ederim.

## ÖZET

Dünya ekonomisi 1980'li yıllardan itibaren, küreselleşme süreciyle birlikte, yeniden yapılanma içerisine girmiştir. Gelişmiş ülkeler, kendi sermayelerine daha kârlı yatırım alanları yaratabilmek, gelişmekte olan ülkeler ise, büyümenin finansmanı için ihtiyaç duydukları fonları sağlayabilmek amacıyla, finansal piyasalarına serbestlik kazandıracak politikaları uygulamaya koymuşlar, finans piyasalarını tüm miktar ve fiyat sınırlamalarından arındırmışlardır. Finans piyasalarının serbestleştirilmesine yönelik politikaların devreye sokulmasıyla, finansal sermayenin dünya çapında dolaşımı hız kazanmış, bu tür sermaye akımlarının –kendisine daha kârlı yatırım olanakları sunan-gelişmekte olan ülke pazarlarına yöneldiği gözlenmiştir.

Bu süreç içinde Türkiye ekonomisi de, 1989 yılında aldığı kararla sermaye akımlarını serbestleştirmiş, 24 Ocak 1980 Kararları ile başladığı dışa açılma ve serbestleşme sürecini tamamlamıştır. Bu sürecin tamamlanması ile, ekonomiye önemli miktarlarda kısa vadeli ve spekülâtif nitelikli sermaye girişi yaşanmıştır. Ülkeye giren finansal sermaye, bir yandan ekonomik büyümenin kısa vadeli finansmanını sağlarken, öte taraftan da ani giriş-çıkışları ile makroekonomik dengelerin kırılganlaşmasına yol açmıştır.

Bu çalışmada, 1990:1 – 2005:3 döneminde, Türkiye ekonomisine giren kısa vadeli sermaye akımlarının, faiz oranı, döviz kuru, enflasyon oranı gibi parasal göstergeler; yatırım ve GSYİH artışı gibi reel göstergeler ve dış ticaret dengesi ile etkileşimi, Vector Auto Regressif (VAR) modeli yardımıyla araştırılmaktadır.

Çalışmanın sonucundan, ekonomiye kısa vadeli sermaye girişlerinin, tüketim ve yatırım ortamını etkilemek yoluyla GSYİH'da kısa vadeli bir artışa yol açtığı, yerli paranın değer kazanmasına neden olarak dış ticaret dengesini olumsuz etkilediği, uzun dönemde faiz oranlarının yükselmesine neden olduğu, ancak enflasyon oranı ile ilişkisinin

anlamsız olduğu anlaşılmaktadır. Bununla birlikte, ekonomiye yönelen kısa vadeli sermaye akımları, değişken niteliği ve ekonomiye ani giriş-çıkışları nedeniyle, ekonomideki istikrarsızlıkları artırmakta, krize uygun ortam hazırlamaktadır.

*Anahtar Kelimeler: Finansal Serbestleşme, Sermaye Akımları, Makroekonomik*

*Değişkenler*

## **SUMMARY**

Along with the globalization process, world economy has started to reform since 1980. Developed Countries, for creating more profitable investment areas for their capital accumulation, and developing countries, for capturing required capital accumulation financing their economic growth, have applied policies leading to financial market liberalization and removed their financial markets off the quantity and price limitations. By the implementation of financial liberalization policies, the flow of financial capital has accelerated all over the world, led to emerging financial markets that yield more profitable investment opportunities.

Within this process, Turkish economy has been liberated capital movements in 1989, and completed the process of openness and financial liberalization process started at January 24, 1980. Therefore, there have been short termed and speculative capital inflows in the considerable amount. While the financial capital inflow provides short- term funds for the economic growth, on the other hand, sudden inflow-outflow make the macro economic balances fragile.

In this study, the interaction of the short term capital inflow with the financial variables such as interest rates, exchange rates, inflation and with the real variables such as investment and GDP growth and with trade balance, is analyzed by using Vector Auto Regressive (VAR) model for the period 1990:01-2005:03.

It is concluded that short term capital inflow leads to a short term GDP growth by influencing consumption and investment spending, affects trade balance negatively by appreciating the domestic currency and increases interest rates in the long term without leaving inflation changed significantly. Therefore, due to volatile and sudden movement

characteristics, short term capital inflows into the economy increase the instability of the economy and hence create a crisis environment.

*Key words: Financial Liberalization, Capital Flows, Macroeconomic Variables*



<b>İÇİNDEKİLER</b>	<b>Sayfa No</b>
ÖNSÖZ	i
ÖZET	ii
İÇİNDEKİLER	vi
KISALTMALAR LİSTESİ	x
TABLolar LİSTESİ	xi
GİRİŞ	1
I. BÖLÜM: FİNANSAL SERBESTLEŞME KAVRAMI VE İÇERİĞİ	6
I.1. Finansal Serbestleşme, Tanımı ve Temel Özellikleri	6
I.1.1. Finansal Serbestleşmenin Tanımı	6
I.1.2. Finansal Serbestleşmenin Tarihsel Temelleri	8
I.1.3. Finansal Serbestleşmenin Aşamaları	12
I.1.3.1. Yurtiçi Finansal Serbestleşme	13
I.1.3.2. Yurtdışı Finansal Serbestleşme	13
I.2. Finansal Serbestleşmeye Yönelik Kuramsal Yaklaşımlar	14
I.2.1. Neoklasik Finansal Serbestleşme Yaklaşımı:	
McKinnon – Shaw Hipotezi	16
I.2.2. Neo-Keynesyen Yaklaşım	24
I.2.3. Yeni Yapısalcı Yaklaşım	26
I.3. Finansal Serbestleşmenin Temel Hedefleri ve Uygulamaları	29
I.3.1. Finansal Serbestleşmenin Temel Hedefleri	30
I.3.2. Finansal Serbestleşme Uygulamaları	32
I.3.2.1. Gelişmiş Ülkelerdeki Finansal Serbestleşme Uygulamaları	35

I.3.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Serbestleşme Uygulamaları	38
II. BÖLÜM: ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ EKONOMİYE ETKİLERİ	43
II.1. Uluslararası Sermaye Akımlarının Türleri ve Temel Özellikleri	43
II.1.1. Uluslararası Sermaye Akımlarının Tanımı ve Türleri	43
II.1.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Sermaye Akımlarının Niteliği ve Boyutları	45
II.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Sermaye Akımlarını Belirleyen Temel Faktörler	47
II.3. Uluslararası Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri	50
II.3.1. Sermaye Akımları ve Yatırımlar	51
II.3.2. Sermaye Akımları ve Ekonomik Büyüme	55
II.3.3. Sermaye Akımları ve Faiz Oranları	57
II.3.4. Sermaye Akımları ve Döviz Kuru	59
II.3.5. Sermaye Akımları ve Enflasyon	60
II.3.6. Sermaye Akımları ve Dış Ticaret Dengesi	62
II.4. Sermaye Akımlarını Kontrol Etmeye Yönelik Politikalar	63
II.4.1. Dolaylı Kontroller	67
II.4.1.1. Merkez Bankasının Döviz Piyasasına Müdahaleleri	68
II.4.1.2. Yabancı Sermayeye Ekstra Karşılık Oranları Politikası	69
II.4.1.3. Sermaye İşlemlerinin ve Gelirlerinin Vergilendirilmesi	70
II.4.1.4. Döviz Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi	71

II.4.1.5. Bankacılık Dışı Kesimin Dış Kredilerine Zorunlu Karşılık Uygulaması	74
II.4.2. Doğrudan Kontroller	74
II.4.2.1. Bazı İşlemlerin Yasaklanması Veya İzne Tabi Olması	75
II.4.2.2. Bankaların Dış Pozisyon Yönetimine İlişkin Önlemler	75
II.4.2.3. Çoklu Döviz Kuru Uygulaması	76
III. BÖLÜM: ULUSLARARASI KISA VADELİ SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	77
III.1. Türkiye Ekonomisi'nde Finansal Serbestleşme Süreci	77
III.1.1. 1980-1989 Yurtiçi Finansal Serbestleşme Süreci	78
III.1.2. 1989 Yurtdışı Finansal Serbestleşme Süreci	82
III.2. Uluslararası Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkisi Konusunda Yapılan Ampirik Çalışmalar	89
III.3. Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkisinin Modellenmesi	94
III.3.1. Veriler ve Kullanılan Ekonometrik Tahmin Yöntemi	95
III.3.2. Model 1: Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Özel Kesim Tüketim, Özel Kesim Yatırım ve GSYİH Üzerindeki Etkisi	97
III.3.2.1. Durağanlık Testleri	97
III.3.2.2. VAR Modeli İçin Uygun Gecikmenin Bulunması	99
III.3.2.3. Bağımlı Değişkenlerin Sıralanması	100
III.3.2.4. Etki-Tepki Fonksiyon (Impulse Response Function) Sonuçları	100

III.3.3. Model 2: Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Faiz Oranı, Döviz Kuru ve Enflasyon Üzerindeki Etkisi	102
III.3.3.1. Durağanlık Testleri	103
III.3.3.2. VAR Modeli İçin Uygun Gecikmenin Bulunması	103
III.3.3.3. Bağımlı Değişkenlerin Sıralanması	104
III.3.3.4. Etki-Tepki Fonksiyon (Impulse Response Function) Sonuçları	104
III.3.4. Model 3: Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Dış Ticaret Üzerindeki Etkisi	106
III.3.4.1. Durağanlık Testleri	107
III.3.4.2. VAR Modeli İçin Uygun Gecikmenin Bulunması	107
III.3.4.3. Bağımlı Değişkenlerin Sıralanması	108
III.3.4.4. Etki-Tepki Fonksiyon (Impulse Response Function) Sonuçları	108
III.3.5. Modellerdeki Değişkenlerin Serilerinden Elde Edilen Sonuçlar	110
SONUÇ	116
KAYNAKÇA	119
EKLER	

**KISALTMALAR LİSTESİ**

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
OPEC	: Organization of Petroleum Exporting Countries (Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü)
OECD	: Organization of Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
VAR	: Vector Auto Regressif (Vektör Ardışık Bağlanım)
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
EKK	: En Küçük Kareler
YTL	: Yeni Türk Lirası

**TABLolar LİSTESİ**

Tablo 1.1: Ülkeler İtibariyle Finansal Serbestleşme Tarihleri

Tablo 1.2: 36 Ülke Ekonomisi İçin Hesaplanmış Finansal Serbestleşme Endeksi

Tablo 2.1: Gelişmekte Olan Ülkelere Net Sermaye Girişİ (1995-2004)

Tablo 3.1: Türkiye Ekonomisi'nde Makroekonomik Göstergeler (1990-2004)

Tablo 3.2: Türkiye Ekonomisi'ne Net Sermaye Girişleri (1990-2004)

Tablo 3.3: Birim Kök Test Sonuçları (1)

Tablo 3.5: Birim Kök Test Sonuçları (2)

Tablo 3.7: Birim Kök Test Sonuçları (3)

## GİRİŞ

Günümüzde, dünya ekonomisinde yaşanan en önemli olgulardan birisi, küreselleşme süreciyle birlikte ekonomik faaliyetlerin artan ölçüde uluslararası niteliğe bürünmesi ve sermayenin uluslararası dolaşımının büyük bir hız kazanarak çok önemli boyutlara ulaşmış olmasıdır. Bu süreçte, öncelikle ticari işlemler, ardından finansal işlemler uluslararasılaşmış ve iletişim teknolojisindeki gelişmelerin de etkisiyle sermaye, dünyanın neresinde en kârlı yatırım olanağını bulursa, oraya serbestçe girip çıkma olanağına sahip olmuştur.

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından kapitalist dünyada yaşanan hızlı büyüme ve refah dönemi, 1960'lı yılların ikinci yarısından itibaren, bu genişleme döneminin temelini oluşturan birikim tarzının tıkanması sonucu ortaya çıkan bir krizle son bulmuştur. Dünya ekonomisinin lider ülkelerinde, büyüme ve kâr oranlarındaki düşüş şeklinde ortaya çıkan kriz, o döneme dek geçerli olan Keynesci politikaların, sistemin işleyişi önünde engel olmaya başlamasına neden olmuştur. Sistemin işleyişinin devam edebilmesi için, gelişmiş ülkelerde, sermayenin kârlılık sorununa bir çözüm bulunması, ulusal pazarlar içinde sıkışan finansal sermayenin, kendisine daha kârlı yatırım alanları bulmak amacıyla hızlı bir şekilde uluslararası pazarlara açılması, serbestçe dolaşımının önündeki bütün engellerin kaldırılması gerekmiştir.

Öte yandan, 1970'lerin sonunda gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan borç krizi, dış borçlarını ödemekte ve dış kaynak bulmakta zorlanan bu ülkelerin, yurtiçi finansal kaynakların artırılması ve durgunluktan çıkış için finansal serbestleşmeyi benimsemelerine ve o döneme kadar uygulamada olan korumacı/müdahaleci politikaların gözden düşerek, ekonomik serbestleşmeyi ekonomik gelişme ile özdeş tutan görüşlerin yaygınlık kazanmasına neden olmuştur.

Bu koşullar altında, 1980'li yıllara gelindiğinde hemen hemen bütün gelişmiş ve gelişmekte olan ÷lke ekonomilerinde, öncelikle mal piyasalarının ve ardından finans piyasalarının serbestleştirilmesine yönelik politikalar uygulamaya konulmuş, bu politikalarla birlikte, sermayenin dünya çapında serbestçe dolaşımının önündeki bütün engeller kaldırılmıştır.

Bu çalışmanın amacı, dünyadaki finansal serbestleşme sürecine paralel olarak, 1989 yılında finansal piyasalarını serbestleştirmek yoluyla uluslararası finansal sermaye akımlarına açılan Türkiye ekonomisinde, bu tür sermaye akımlarının etkilerini analiz etmektir. Finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesinin ardından, ekonomiye yönelen kısa vadeli finansal sermaye akımlarındaki artış ve bu artışa paralel şekilde ekonomide ortaya çıkan istikrarsızlıklar ve krizler, bu tür sermaye akımlarının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerinin ayrıntılı olarak incelenmesini gerektirmektedir. Bu nedenle, bu çalışma, kısa vadeli finansal sermaye akımlarının, Türkiye ekonomisinde makroekonomik dengeleri nasıl etkilediğı ve istikrarsızlıkları besleyip beslemediğı sorularına cevap arama amacı taşımaktadır.

Ancak, bu temel sorunun cevaplanabilmesi için, öncelikle 1980'li yıllarda dünya ekonomisinde ortaya çıkan dönüşümü ve yaşanan finansal serbestleşme sürecini, bu süreçte, uluslararası sermaye akımlarının hacminde ve yapısında ortaya çıkan değışimleri daha yakından incelemek gerekmektedir. Bu nedenle, çalışmanın birinci ve ikinci bölümlerinde, dünya ekonomilerinde yaşanan finansal serbestleşme süreci ve uluslararası sermaye akımları incelenecektir.

Finansal serbestleşme sürecinde, finansal sermaye akımlarının dünya mal ve hizmet akımlarının ötesinde bir boyuta çıkması, dünya ekonomisinde yaşanan finansal serbestleşme sürecinin ayrıntılı olarak incelenmesini gerektirmektedir. Bu nedenle



çalışmanın birinci bölümü, 1980'li yıllarda dünyada yaşanan finansal serbestleşme olgusunu, dünya ekonomilerini bu sürece götüren nedenleri, finansal serbestleşme konusundaki teorik yaklaşımları ve hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülke ekonomilerinde finansal serbestleşme sürecinin nasıl geliştiğini açıklığa kavuşturma amacını taşımaktadır.

Finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesinin ardından, uluslararası finansal sermaye hızlı bir şekilde gelişmekte olan ülkelere yönelmeye başlamıştır. Bu süreçte, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları, uzun vadeli akımlar ve doğrudan yatırımlardan ziyade, daha çok kısa vadeli bir nitelik göstermiş, spekülâtif kazanç peşinde koşan sermaye giriş çıkışları önem kazanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin, yurtiçi tasarruf açıklarını kapatmak ve bu yolla ekonomik gelişmelerini gerçekleştirmek için dış finansal kaynaklara duydukları ihtiyaç, bu ülkelerin, finansal sermayeye, diğer ülkelerde elde edebileceğinden daha yüksek getiri sağlamalarını gerektirmiş, bu bağlamda uygulanan yüksek faiz oranı politikası, kısa vadeli sermayenin bu ülkelere yönelmesinde belirleyici olmuştur.

Gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelen kısa vadeli sermaye akımlarının, bu ülke ekonomileri üzerinde önemli etkiler ortaya çıkardığı gözardı edilemeyecek bir gerçektir. Gelişmekte olan ülke ekonomileri, finansal sistemlerindeki zayıflıklar ve kırılgan makroekonomik yapıları nedeniyle, bu tür sermaye akımlarından çok daha fazla etkilenmekte, bu ülkelere sermaye giriş çıkışlarındaki dalgalanmalar, gelişmekte olan ekonomilerin makroekonomik yapılarını çok daha derinden sarsabilmektedir. Finansal serbestleşme ile birlikte artan kısa vadeli sermaye akımlarının gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde ortaya çıkardığı etkiler ve bu akımların yoğunlaştığı dönemlerde pek çok gelişmekte olan ülkede ortaya çıkan finansal krizler (1994 Türkiye ve Meksika, 1997

Asya, 1998 Rusya, 1999 Brezilya, 2001 Türkiye ve Arjantin krizi), bu tür sermaye akımlarının etkilerinin de yoğun olarak tartışılmaya başlanmasına neden olmuştur.

Bu nedenle, çalışmanın ikinci bölümünde, finansal serbestleşme ile birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelen kısa vadeli sermaye akımları, bu tür sermaye akımlarının gelişmekte olan ülke ekonomilerine yönelme nedenleri ve gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkileri incelenecektir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki yoğunlaşma ile birlikte bu ülkelerde ortaya çıkan finansal istikrarsızlıklar ve bu istikrarsızlıkların neden olduğu krizlerin, bu tür sermaye akımlarına müdahale edip etmeme yönündeki tartışmaların ağırlık kazanmasına yol açması nedeniyle, bu bölümde, finansal sermaye akımlarını kontrol etmeye yönelik politikaların neler olduğuna da yer verilecektir.

Türkiye ekonomisi, 1989 yılında finansal serbestleşmeyi gerçekleştirmek yoluyla uluslararası sermaye akımlarına kapılarını açmış, bu adımla birlikte, 1980 yılında başladığı dışa açılma sürecini tamamlamıştır. Bu dönüşüm ile birlikte, faiz-kur arbitrajına dayanarak bir ülkeden diğerine rahatça hareket edebilen uluslararası finansal sermaye akımları, hızlı bir şekilde ekonomiye girmeye başlamıştır. Artan ölçüde ekonomiye yönelen kısa vadeli sermaye akımları ile ekonomide ortaya çıkan gelişmeleri birbirinden ayrı değerlendirmek mümkün değildir. Bu süreçte, ülke ekonomisinin makroekonomik yapısında ortaya çıkan istikrarsızlık ve yaşanan iki büyük kriz (1994 ve 2001 krizleri), bu tür sermaye akımlarının ülke ekonomisi üzerindeki etkilerinin ayrıntılı olarak incelenmesini gerektirmektedir. Bu nedenle çalışmanın son bölümünde, Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşme süreci ile birlikte ekonomiye giren kısa vadeli sermaye akımları incelenerek, kısa vadeli sermaye akımlarının ülke ekonomisi üzerindeki etkileri, bir ekonometrik model çerçevesinde araştırılacaktır. Bu noktada, modelde kullanılan bütün

değişkenlerin içsel olması nedeniyle uygulamada sağladığı kolaylık, kestirimdeki basitlik ve bu yöntemle yapılan kestirimlerin, genellikle daha karmaşık modellerle bulunanlara göre daha iyi sonuçlar vermesi gibi nedenlerle Vector Auto Regresif (VAR) model kullanımı tercih edilmiştir.

Yapılacak analiz sonucunda, çalışmanın temel sorusunu oluşturan, kısa vadeli sermaye akımlarının ülke ekonomisi üzerindeki etkilerinin neler olduğu netleştirilmeye çalışılacak, ilgili çözüm önerileri bu etkiler ortaya konulduktan sonra sunulacaktır.

## **I. BÖLÜM: FİNANSAL SERBESTLEŞME KAVRAMI VE İÇERİĞİ**

Bu bölümde, 1980’li yıllarda dünya ekonomilerinde yaşanan finansal serbestleşme süreci irdelenmektedir. 1980’li yıllarda, küreselleşme sürecinin hız kazanmasına paralel olarak hemen hemen bütün dünya ülkeleri, finansal sistemlerini serbestleştirmeye yönelik politikaları uygulamaya koymuş, finans piyasaları üzerindeki bütün miktar ve fiyat sınırlamaları üzerindeki kontrolleri kaldırmıştır.

Dünya ekonomisinde 1980’li yıllarda başlayan bu dönüşüm, finansal sermaye akımlarının dünya mal ve hizmet üretiminin çok üzerinde boyutlara çıkmasına neden olmuştur. Bu nedenle, dünya ekonomisinin bugünkü durumunu tahlil edebilmek için, dünya ekonomisinde ortaya çıkan bu dönüşümü, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerini bu sürece götüren nedenleri ve finansal serbestleşme olgusunu daha yakından incelemek gerekmektedir.

### **I.1. Finansal Serbestleşme, Tanımı ve Temel Özellikleri**

#### **I.1.1. Finansal Serbestleşmenin Tanımı**

Finansal serbestleşmeyi tanımlamadan önce, çok genel bir ifadeyle, ekonomik serbestleşmeyi tanımlamak gerekmektedir. Ekonomik serbestleşme, bir piyasadaki miktar ve fiyat sınırlamalarının ortadan kaldırılması olarak tanımlanabilir (Kazgan, 1988: 333). Serbestleşme ifadesinin, ‘ticari serbestleşme’ (mal piyasalarında serbestleşme) ve ‘finansal serbestleşme’ (para piyasalarında serbestleşme) olmak üzere iç içe geçmiş iki boyutu vardır (Altıok, 2000: 98). Ticaretin serbestleştirilmesi, ‘serbestleşme’nin ilk aşamasını oluşturur. Bir diğer deyişle, serbestleşme uygulamalarına, öncelikle mal piyasalarının serbestleştirilmesi ile başlanır ve bu süreç devam ederken ya da tamamlandıktan sonra serbestleşmenin ikinci aşamasına geçilir.

Mal piyasalarının serbestleşmesi; esnek ve reel döviz kuru politikası esas alınarak ihracatın ve ithalatın serbestleştirilmesini ifade etmektedir. Bununla ihracatın artırılmasına yönelik reformlar ve sanayi sektörünün dünya pazarlarında rekabet edebilmesinin sağlanmasına yönelik politikalar ile ihracatın serbestleştirilmesi hedeflenirken, diğer taraftan da, miktar kısıtlamalarının kaldırılması ya da azaltılması, ithalat yasaklarının kaldırılması ve ithalat işlemlerinin kolaylaştırılması gibi politika değişiklikleri ile ithalatın serbestleştirilmesi hedeflenir (Altıok, 2000: 98-99).

Serbestleşme olgusunun ikinci boyutunu ise, finans alanındaki serbestleşme oluşturmaktadır. Finansal serbestleşmeyi, finans piyasaları üzerindeki kontrol ve sınırlamaların ortadan kaldırılması olarak tanımlamak mümkündür. Bir diğer deyişle finansal serbestleşme, finansal sermaye üzerindeki kontrol ve kısıtlamaların kaldırılması ya da en aza indirilmesi yoluyla, "sermaye faktörü üzerindeki serbest piyasa mekanizmasına işlerlik kazandırma" (Seyidoğlu, 2003: 143) girişimi ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilebilir (Duman, 2004: 41).

Gelişmekte olan ülkeler açısından finansal serbestleşme, "nominal faiz oranında piyasada oluşacak denge faiz oranının altında bir tavan belirlenmesiyle ortaya çıkan mali baskı ve kısıtlayıcı engellerin kaldırılması ve faiz oranlarının idari kararlar dışında serbest piyasa koşullarına göre oluşturulmasıdır" (Altıok, 2000: 100).

1980'li yıllarda uluslararası ekonomik sistemde ortaya çıkan yeniden yapılanmanın bir uzantısı olarak önem kazanan, küreselleşmenin ekonomik boyutlarından birisini oluşturan ve finansal sermayenin, dünyanın neresinde en kârlı yatırım olanakları bulursa, oraya hiçbir sınırlamayla karşılaşmadan girebilmesini ifade eden finansal serbestleşme sürecinde ortaya çıkan temel olgular ise; faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması, ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, bankacılık finans

sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaların kaldırılması ya da önemli ölçüde azaltılması, finans piyasalarının konvertibiliteye sahip olmasının gerçekleştirilmesi, kurların dalgalanmaya bırakılarak uluslararası sermaye akımlarının hız kazanması, yeni finansal araçların finans piyasalarındaki rollerinin artırılması olarak özetlenebilir (Durusoy, 2004: 1).

### **I.1.2. Finansal Serbestleşmenin Tarihsel Temelleri**

Dünya ekonomisinde, İkinci Dünya Savaşı'ndan 1960'lı yılların ikinci yarısına kadar, hızlı bir büyüme ve refah dönemi yaşanmıştır. İkinci Dünya Savaşı sonrası dönem, hemen hemen bütün gelişmiş ülkelerde, kitlesel üretimi olanaklı kılan Fordist üretim biçiminin yaygınlaştığı, gelişmiş ülkelerde refah devleti ya da sosyal devlet anlayışının ve Keynesçi talep yönetimli politikaların uygulandığı ve bütün bunlara bağlı olarak üretim ve refah artışlarının ortaya çıktığı bir dönem olma özelliği göstermiştir (Savran, 1988: 23-25).

Ancak 1960'lı yılların ikinci yarısından itibaren sistem, bu genişleme döneminin temelini oluşturan birikim tarzının tıkanması sonucu krize girmiştir (Savran, 1988: 30). Dünya ekonomilerinde görülen hızlı büyüme ve refah dönemi bu tarihlerden itibaren kesintiye uğramış, kapitalizmin “altınçağ”ı, iktisadi ve siyasi sınırlarına ulaşmış ve dünya kapitalizminin lider ülkelerinin büyüme hızlarında ciddi oranlarda düşüşler ortaya çıkmıştır (Yeldan, 2002: 21).

Dünya ekonomisinin lider ülkelerinde büyüme ve kâr oranlarında bir düşüş şeklinde ortaya çıkan kriz, gelişmiş ülkelerde uygulanan Keynesçi talep yönetimli politikalar ile azgelişmiş ülkelerde uygulanan korumacılık politikalarının, sistemin işleyişinin önünde engel hale gelmeye başladığını ortaya koymuştur (Savran, 1988: 56). Gelişmiş ülkelerde, düşen kâr oranlarının artırılması, kâr oranlarının artırılabilmesi için ise;

dünya pazarlarının genişletilmesi, mal akımlarının önündeki engellerin kaldırılması, sermaye akımlarının daha fazla serbestleştirilmesi, özel sermayeler için uluslararası bir pazarın oluşturulması, dünya pazarının genişletilmesi yani, yeni tipte bir uluslararası işbölümünün gelişmesi gerekliliği doğmuştur (Savran, 1988: 53-54).

Bu durum, Bretton Woods anlaşmasının ortaya koyduğu sabit kur rejiminin sürdürülmesi ile bağdaşmamaktadır. Bu nedenle 1970'lerin başına gelindiğinde; (1) istikrarlı döviz kurları, (2) sermaye akımlarının sınırlandırılması ve (3) tam istihdam, sosyal refah politikaları üzerine inşa edilmiş olan Bretton Woods sisteminin çöküşüyle birlikte sabit döviz kuru sistemi, yerini esnek döviz kur sistemine bırakmıştır (Altıok, 2000: 73). Bretton Woods'un çöküşü ile birlikte, sermayenin dünya çapında dolaşımının tamamen serbestleşmesi önündeki bütün engellerin de yavaş yavaş ortadan kalkmasının yolu açılmıştır (Adda, 2003: 102).

Görülmektedir ki, 1929 dünya ekonomik bunalımından, düzenleyici, müdahaleci politikalarla çıkan kapitalist sistem, bu kez krizin çözümünü yeni liberal politikalarda aramıştır. Krizin sorumlusu, ekonomiye aşırı müdahale eden kamu otoritesi olarak düşünülmüş ve bu bağlamda, serbestleşme, deregülasyon, piyasalara ağırlık verme, özelleştirme ve rekabeti ön plana taşıma gibi kavramlar öne çıkarılmıştır (İnsel – Sungur, 2003: 2). Krize karşı oluşturulan yeni liberal politika, ulusal planda üretim ve finansal piyasaların serbestleştirilmesi, uluslararası planda dış ticaret ve sermaye akımları üzerindeki sınırlamaların kaldırılması olmuştur (İnsel – Sungur, 2003: 2). Böylece, sermayenin dünya pazarlarında serbest dolaşımına duyduğu gereksinimi karşılamaya yönelik politikaların yavaş yavaş devreye sokulmasıyla birlikte finansal sermayenin uluslararası dolaşımı hız kazanmaya başlamıştır (Yıldızoğlu, 1996: 39). Bunun yanı sıra, sabit döviz kurunun çöküşü ile birlikte ABD, ülkedeki fazla sermayeyi spekülatif bir

biçimde uluslararası piyasalara aktarmaya başlamış ve bu gelişme de, finansal sermayenin uluslararasılaşmasını hızlandıran bir etken olmuştur (Altıok, 2000: 75).

Bunların yanı sıra, 1973 yılında petrol fiyatlarının yükselmesiyle birlikte uluslararası finans akışının düzeni tamamen değişmiştir. Uluslararası ticaret hadleri, OPEC ülkeleri lehine dönmüş ve bu ülkelerde ciddi bir fon fazlası ortaya çıkmıştır. Ortaya çıkan fon fazlasının önemli bir kısmı Eurobank piyasalarına yatırılmış ve bunun bir kısmı OECD ülkelerinde yatırıma yönelirken, bir kısmı da orta ve uzun vadeli krediler olarak gelişmekte olan ülkelere aktarılmıştır. Gelişmekte olan ülkeler, düşük faiz oranı üzerinden verilen bu kredilerden önemli miktarlarda yararlanmışlardır (Adda, 2003: 105).

Ancak 1980 ve 1981 yılında ABD’de, kısa vadeli faiz oranlarının yüzde 20’lere çıkması sonucu, borçları sabit kalan gelişmekte ülkelerin faiz yükümlülükleri, 1975-1977 dönemindekine oranla üç katına çıkmıştır. Böyle bir parasal şokun üzerine ikinci petrol şokuyla ilgili olayların neden olduğu dünya çapındaki durgunluk ve ABD’deki sıkı para ve maliye politikalarının eklenmesi sonucu, ihracat piyasaları daralmış, hammadde fiyatları düşmüş ve bu gelişmelerin, faiz yükümlülüklerinin önemli ölçülerde yükseldiği bir döneme denk gelmiş olmasına bağlı olarak, gelişmekte olan ülkeler borç ödeyemez hale gelmiş, bir borç kriziyle karşı karşıya kalmışlardır (Adda, 2003: 107).

Sonuçta, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk ve borç krizi, o döneme kadar uygulamada olan korumacı/müdahaleci politikaların gözden düşerek, iktisadi serbestleşmeyi iktisadi gelişme ile özdeş tutan görüşlerin yaygınlık kazanmasına neden olmuş, dış borçlarını ödemekte ve dış kaynak bulmakta zorluk çeken gelişmekte olan ülkelere, yurtiçi finansal kaynakların artırılması ve durgunluktan çıkış için en uygun yöntem olarak finansal serbestleşme önerilmiştir (Mihçi, 2000: 84). Bu dönemde, uluslararası alanda bu gelişmelerin yaşanmasının temel nedenleri; yüksek düzeylerde



seyreden dış ticaret ve kamu açıklarının finansmanının sağlanması, gelişmekte olan ülkelerin büyüme ve kalkınmalarının sağlanabilmesi için yurtiçi ve yurtdışı tasarruflara daha fazla ihtiyaç duyulması olmuştur (Oksay, 2000).

Finansal serbestleşme süreci, 1970'lerin ortalarından itibaren önce gelişmiş ülkelerde (ABD, Japonya, İngiltere), daha sonra Latin Amerika ülkeleri başta olmak üzere pek çok gelişmekte olan ülkede IMF önerileri doğrultusunda benimsenen “istikrar ve yapısal uyum” programlarının doğurduğu sonuçlara bağlı olarak derinlik kazanmıştır. Yapısal uyum programları adı verilen bu programların, a) makroekonomik istikrarı sağlamak, b) mal ve faktör piyasalarını serbestleştirmek, c) devletin ekonomideki ağırlığını azaltmak şeklinde olmak üzere üç önemli hedefi öne çıkmaktadır (Altıok, 2000: 97).

Neoklasik teoriden türetilmiş olan yapısal uyum programlarında, gelişmekte olan ülkelere, finansal serbestleşme ile ilgili olarak sunulan çeşitli önermelere rastlamak mümkündür. Burada, uluslararası sermaye piyasalarının küresel ölçekteki tasarrufları en üretken alanlarda değerlendireceği, bunun gerçekleşmesi için belirsizlikleri azaltacak bilgileri sağlayacağı ve dolayısıyla finansal piyasaların etkin çalışacağı, tasarrufların küresel ölçekte dağılacığı ve bu yolla faiz oranları ve yatırımların getiri oranlarını eşitleyeceği vurgulanmaktadır. Bu programlarda, finansal serbestleşme ile birlikte finansal piyasalarda finansal araçları artacağı, bununla birlikte kredi maliyetlerinin düşerek yatırımlar için kullanılabilir kaynakların artacağı söylenmektedir. Ayrıca, yurtiçi tasarrufları yetersiz kalan ülkelerin, yabancı sermaye piyasalarından kaynak sağlamak yoluyla yatırımlarını ve buna bağlı olarak ekonomik büyümelerini artırtabilecekleri vurgulanmaktadır (Yentürk, 2003: 7).

Bütün bu gelişmelerin etkisiyle, 1980'lerin başından itibaren bir yandan gelişmiş ülkeler, kendi içlerinde finans piyasalarını ve sermaye akımlarını bütün denetim

ve kısıtlamalardan arındırılmış öte yandan da, gelişmekte olan ülkeleri kendi sermayelerinin gereklerine uygun hale getirmiştir. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerin paraları konvertibl hale getirilmiş, konvertibilite için sermaye akımlarının serbestleştirilmiş olması şartı getirilmiş ve bunun da ötesine gidilerek finansal piyasaların tam serbestliği sağlanmış (Kazgan, 1988: 122) ve böylece finansal sermayenin uluslararası dolaşımı hız kazanmıştır (Yıldızoğlu, 1996: 39).

Görülmektedir ki, finansal serbestleşmenin gündeme gelmesinde ve hız kazanmasında, 1960'ların sonlarında, düşen kâr oranları nedeniyle 'değersizleşen' gelişmiş ülke sermayelerinin, yeni ve kârlı yatırım alanlarına duyduğu gereksinim, temel etken olarak ön plana çıkmıştır. Sistemin içine düştüğü bunalım, ulusal sınırlar içerisinde kapalı kalmış olan sermayenin hızla uluslararası pazarlara girmesini gerektirmiş ve 'karlılık' sorununun çözümü bu eksende aranmıştır. Çözüme yönelik politikalar uygulamaya konularak sermayenin serbest dolaşımı hız kazanmış, özellikle finansal sermaye kendisine daha yüksek karlılık sağlayacak olan gelişmekte olan ülkelere doğru hızla akmaya başlamıştır.

### **I.1.3. Finansal Serbestleşmenin Aşamaları**

Finansal serbestleşme olgusunun iç içe geçmiş iki aşaması bulunmaktadır. Finansal serbestleşme, ilk olarak yurtiçi finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik politikaların devreye koyulmasıyla başlamakta, bu aşama devam ederken ya da tamamlandıktan sonra, sermaye akımlarının serbestleştirilmesi yani, yurtdışı finansal serbestliğin gerçekleştirilmesine yönelik politikaların devreye sokulmasıyla devam etmektedir. Tam finansal serbestlik, ancak bu iki aşama tamamlandıktan sonra gerçekleşmiş olmaktadır.

Aşağıda, finansal serbestleşmenin bu iki aşaması kısaca açıklanmaya çalışılacak, yurtiçi ve yurtdışı finansal serbestleşmenin temel özellikleri sunulacaktır.

### **I.1.3.1. Yurtiçi Finansal Serbestleşme**

Yurtiçi finansal serbestleşme, temel olarak ‘faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından belirlenmesi’ şeklindeki finansal düzenlemeyi ifade etmektedir. Yurtiçi finansal piyasalarda serbestleşmenin sağlanmasına yönelik ilk adım, faiz oranlarının kamu otoriteleri tarafından değil, arz ve talep koşullarına göre piyasa güçleri tarafından belirlenmesini ifade etmektedir.

Bununla birlikte, faizler üzerindeki yüksek karşılık oranları, vergiler ve fonlar gibi mali yüklerin azaltılması, kredi tavanlarının kaldırılması, finansal piyasaya girişlerin kolaylaştırılarak, finansal araçların çeşitlendirilmesi, hisse senedi piyasalarının serbestleştirilmesi gibi düzenlemeler de yurtiçi finansal piyasaların serbestleşmesi yönünde uygulanan politikalar arasındadır (Çeviş, 1998: 53).

### **I.1.3.2. Yurtdışı Finansal Serbestleşme**

Yurtdışı finansal serbestleşme ile, yurtiçinden dışarıya doğru ve dışarıdan yurtiçine doğru sermaye giriş-çıkışlarının serbestleştirilmesi amaçlanmaktadır. Yurtdışı finansal serbestleşme ile;

- Yerleşiklerin, yurtdışı piyasalardan borçlanabilmesi ve yerleşik olmayanların yurtiçi mali piyasalarda plasman yapabilmesi serbest hale gelir. Bir diğer deyişle, *yurtiçine* doğru her iki kaynaktan sermaye girişinde sınırlama ve denetimlerin kalkması sağlanmış olur.

- Yerleşiklerin *yurtdışına* serbestçe sermaye transfer edip yabancı varlık kalemlerini tutabilmeleri, yerleşik olmayanların da aynı şekilde yurtiçi mali piyasalardan borçlanabilmeleri sağlanmış olur.
- Yerleşiklerin yurtiçinde yabancı paralar üzerinden serbestçe bütün işlemleri yapabilmelerine olanak sağlanmış olur (Kazgan, 1997: 137).

Yukarıdaki üç unsurdan ilk ikisi, sermaye akımlarının serbestleştirilmesinin gereği iken üçüncüsü, ilk ikisi ile birlikte tam finansal serbestleşmeyi oluşturmaktadır. Yurtdışı finansal serbestleşme sonucunda, yurtiçinde yaşayanların dış piyasalardan serbestçe borçlanabilmesi ve dışarıya serbestçe sermaye transfer edebilmeleri, yabancı paralar üzerinden serbestçe bütün işlemleri yapabilmeleri; yabancıların yurtiçi finans piyasalarından serbestçe borçlanabilmeleri ve bu piyasalarda plasman yapabilmeleri sağlanmış olur (Akyüz, 1993: 150-151, Aktaran, Kazgan,1997: 137).

Genel kabul gören görüş, finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesinde öncelikle yurtiçi finansal piyasalarda serbestleşmenin sağlanması, bu süreç tamamlandıktan sonra, yurtdışı finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesi gerektiği yönündedir. Bir diğer deyişle finansal serbestleştirmede ilk aşamayı yurtiçi finansal serbestleşme oluştururken yurtdışı finansal serbestleşme ikinci aşamayı oluşturmaktadır.

## **I.2. Finansal Serbestleşmeye Yönelik Kuramsal Yaklaşımlar**

Ekonomik gelişme sürecinde finans sektörünün rolü konusundaki tartışmalar hemen hemen bir yüzyıldır sürmektedir. Finans sektörünün ekonomik büyüme üzerindeki etkileri konusunda yapılan ilk çalışma Schumpeter'e aittir. Schumpeter (1911), çalışmasında gelişmiş bir finansal sektör tarafından sağlanacak hizmetlerin, verimlilik -ve büyüme- artırıcı etkileri üzerinde durmuştur. Schumpeter'in bu konuda yaptığı çalışmanın

ardından, finansal sektörün ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin ne olabileceğine dair pek çok ampirik ve teorik çalışma ortaya konmuştur (Eschenbach, 2004: 1).

Bu konudaki çalışmalar ilk başlarda, ekonomik gelişmede finansal sektörün nedensel bir rol oynayıp oynamadığı konusu üzerine odaklanmış; Joan Robinson (1952)'un, finansal gelişmenin, ekonomik gelişme üzerindeki etkisinin görece olarak önemsiz olduğu fikri, 1960'ların sonlarına kadar hakim olurken, Gerschenkron (1962), Patrick (1966) ve özellikle Goldsmith (1969), ekonomik gelişme sürecinde finansal sektörün itici bir güç olarak önemli rolü olduğunu vurgulamışlardır (Eschenbach, 2004: 1).

1970'lerde tartışma, finansal baskı olgusu -hükümetlerin büyüme ve gelir yaratmak için uygulamaya koydukları -yapay olarak- düşük faiz oranları ve enflasyonist para politikaları- üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu politikalar Keynes (1936) ve Tobin (1965)'in çalışmaları üzerinde temellendirilmiştir. 1970'li yılların ikinci yarısında ise McKinnon (1973) ve Shaw (1973), finansal baskılamamanın ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını öne sürmüş ve finansal baskı politikalarına karşı finansal serbestleşme tezini geliştirmişlerdir (Eschenbach, 2004: 1).

1980'lerin başında ise Neo-Keynesyen ve Yenyapısalcı iktisatçılar, McKinnon-Shaw okulunu eleştirmişlerdir. Sınırlanmamış finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratmaktan ziyade, ekonomik büyümeyi yavaşlatacağını öngörmüşler ve bu görüşleri doğrultusunda tezlerini geliştirmişlerdir.

Aşağıda, öncelikle finansal serbestleşmeyi öne süren Neoklasik finansal serbestleşme hipotezi, ardından finansal serbestleşme yaklaşımına eleştirilerini geliştiren Neo-Keynesyen ve Yeni-Yapısalcı yaklaşımlar açıklanılmaya çalışılacaktır.

### **I.2.1. Neoklasik Finansal Serbestleşme Yaklaşımı: McKinnon – Shaw Hipotezi**

Temelleri Standford Okulu'ndan Ronald McKinnon (1973) ve Edward Shaw (1973) tarafından atılan finansal serbestleşme yaklaşımı, daha sonra Kapur (1976), Galbis (1977), Mathieson (1980) ve Fry (1978, 1980, 1988, 1997) gibi iktisatçılar tarafından geliştirilmiştir (Arestis- Dernetriades, 1999: 2).

Finansal serbestleşme kavramının teorik temeli, McKinnon ve Shaw tarafından geliştirilen “Finansal Baskı Hipotezi”ne dayanmaktadır. McKinnon ve Shaw, finansal piyasaların, kamu otoritelerinin denetim ve baskısı altında olma durumunu ifade eden, finansal baskı politikalarını, düşük tasarrufların ve düşük yatırım oranlarının temeli olarak görmüşlerdir (Arestis- Dernetriades, 1999: 2).

Bu iktisatçılar temel olarak, finansal sistemde devlet müdahalesinin etkilerini inceleyerek, faiz oranı tavanları, yüksek rezerv ihtiyacı ve diğer finansal baskılama araçlarının finansal gelişmede engel oluşturacağını ve bu durumun ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkaracağını savunmuşlardır (Arestis- Dernetriades, 1999: 2).

Buna göre, finansal baskılama politikalarının geçerli olduğu bir durumda, faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından belirlenmesine izin verilmeyip baskı altında tutulması nedeniyle ortaya çıkacak negatif faiz oranları, ekonomide tasarruf oranlarını düşürecek, ekonomide tüketim eğiliminin artması gibi bir sonuç ortaya çıkacak ve bununla birlikte finansal sistemdeki ödünç verilebilir fon arzında bir daralma ortaya çıkacaktır (Bali – Çelen, 2005: 7).

McKinnon ve Shaw, temelde gelişmekte olan ülkelerdeki düşük faiz politikasını ve Keynesçi yaklaşımın bu ülkeler açısından eksik yönlerini eleştirmişler ve bu

eleştirilere dayanarak hipotezlerini ortaya koymuşlardır. McKinnon'a göre, fiyat kontrolleri ve diğer kontrollerle finansal piyasaların etkin çalışması engelleniyorsa, finansal sistem baskı altındadır ve finansal sistemin baskı altında olması ekonomide önemli olumsuzluklar ortaya çıkarır (McKinnon, 1973: 69, Aktaran, Karabulut, 2002: 42).

McKinnon ve Shaw'a göre finansal baskılama, finansal kurumları, daha düşük ve sıkça negatif reel faiz ödemeye zorlamak yoluyla, özel finansal tasarrufların azalması sonucunu ortaya çıkaracaktır. Böylece, finansal sermaye birikimi için ulaşılabilir kaynakları azaltacaktır (Demirgüç vd., 1998: 1). Ekonomide tasarruf oranlarında ortaya çıkacak azalma, yatırımlar için gerekli fonlarda bir azalmaya yol açacak ve bu durum da ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratacaktır.

McKinnon ve Shaw, ekonomide ortaya çıkan bu tür olumsuzlukların temel nedenini düşük faiz oranları ve bunun da nedenini finansal baskılama politikaları olarak görerek, ekonomide faiz oranı tavanlarının yol açacağı olumsuzlukları şu şekilde sıralamışlardır (Burkett – Lotspeich, 1993: 58-85, Aktaran, Taş, 2001: 17):

- Düşük faiz oranları, bugünkü ve gelecekteki tüketim arasında, bugünkü tüketim lehine bir sapma ortaya çıkaracaktır. Bunun doğal bir sonucu olarak tasarruflar, toplumsal refah açısından optimumun altında bir düzeye inebilecektir.
- Potansiyel ödünç veren birimler, banka mevduatlarını kullanarak, ödünç vermek yerine düşük getirili doğrudan yatırımlar yapmayı tercih edebileceklerdir.
- Bankalardan düşük faizli borç alanlar nispeten sermaye yoğun projeleri seçebileceklerdir.
- Potansiyel ödünç verilebilir fon talebinde bulunanlar arasına yüksek faizle borçlanmak istemeyen ve düşük getirili projelere sahip girişimciler de katılabilir.

Bankaların ödünç verme işlemlerindeki müşteri seçimleri rastgele olduğu sürece, finanse edilen bazı projeler belirli bir hedef düzeyin altında getiriye sahip olabilir.

McKinnon ve Shaw, faiz oranları üzerindeki tavanların olumsuz etkilerini bu şekilde sıralayarak, finansal serbestleşme sonucu faiz oranlarında ortaya çıkacak yükselmenin, bu tür olumsuzlukları ortadan kaldıracığını, finansal serbestleşme ile birlikte faiz oranlarında ortaya çıkacak yükselmenin, gelişmekte olan ülkelerde yurtiçi tasarrufları ve büyümeyi teşvik edeceğini öne sürmüşlerdir (Demirgüç vd., 1998: 1). Bunun yanı sıra, serbest piyasacı yaklaşıma göre, yurtiçi tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarruflar, yerli yatırımlar ve ekonomik büyüme için önemli bir kaynak oluşturacaktır (Seyidoğlu, 2003: 143). Bir diğer deyişle, bu yaklaşıma göre finansal serbestleşme, bir yandan yurtiçi tasarrufları teşvik etmek bir yandan da yurtiçi tasarrufların yetersiz kaldığı durumda yabancı tasarrufları çekmek yoluyla ekonomik büyümenin sağlanmasına olumlu katkıda bulunmaktadır.

Finansal serbestleşme teorisi, McKinnon ve Shaw tarafından ortaya atılmış olmasına rağmen, bundan önce Patrick (1966), kısmi bir çalışma yayınlamıştır. Çalışmada, finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran Patrick, iki olası ilişkinin varlığını öne sürmüştür (Arestis vd., 2003: 2).

Bunlardan ilki, “talep yönlü (demand-following)” yaklaşımıdır. Burada ekonomi geliştikçe finansal gelişme de artmaktadır. Finansal hizmetlere olan talep, reel hasıla artışına, temel sektörlerin ticarete konu edilmesine ve modernizasyona bağlıdır. Modern finansal kurumların finansal hizmetlerin gelişmesi, reel ekonomideki yatırımcılar ve tasarruf sahiplerinin, bu hizmetlere olan talebine karşılık olarak ortaya çıkmaktadır. Reel ulusal gelir ne kadar artarsa, girişimcilerin finansal aracılığa olan ihtiyaçları o



derecede artacak ve ekonomik büyümede finansal sistem, öncü sektörleri destekleyebilecektir (Arestis vd., 2003: 2).

İkincisi, “arz yönlü (supply-leading)” yaklaşımdır ve burada da finansal kurumların yaygınlaşması ekonomik büyümeye öncülük etmektedir. Finansal sistem, tasarrufları, küçük tasarruf sahiplerinden büyük tasarruf sahiplerine, kaynakları geleneksel sektörlerden yüksek büyüme hızına sahip modern sektörlerle aktarmak ve sonrasında girişimciliği teşvik etmek yoluyla ekonomik gelişmeyi destekleyecektir (Eschenbach, 2004: 1).

Finansal serbestleşme yaklaşımı, ekonomik büyüme ve finansal gelişme arasındaki ilişkide “arz yönlü” ilişkiyi öngörmektedir. Bu teoride tasarruflar, birikim sürecinde anahtar rol oynamaktadır. Yapılması gereken, tüketim ve tasarruf arasındaki dürtüyü değiştirmektir. Shaw, para arz ve talebinin faiz oranı tarafından belirlendiği Keynes’in teorisinin aksine, tasarruf ve yatırım dengesinin faiz oranı tarafından belirlendiği klasik teoriyi takip eder. Faiz oranlarındaki herhangi bir yükselme tasarruf düzeyini artıracaktır. Bu görüşünün altında yatan temel düşünce ise, reel faiz oranlarındaki değişmelerin tüketim/tasarruf kararlarını etkileyeceğidir. İşte ekonomik birimlerin tüketim ve tasarruf kararları arasındaki bu seçimde faiz oranları belirleyici olmaktadır (Arestis vd., 2003: 3).

Finansal serbestleşme savunucularının Keynesyen yaklaşıma yönelttiği eleştiriler tam da bu noktada ortaya çıkmaktadır. Keynes’e göre düşük faiz politikası yatırımları teşvik etmektedir. Keynesyen yaklaşımda tasarruflar gelir düzeyine bağlı olduğu için tasarruf düzeyindeki bir artış ancak gelir artışı ile sağlanabilecektir. Gelir artışı ise düşük faiz oranlarına bağlı olarak yatırımlarda ortaya çıkacak olan artıştır (Taş, 2001: 40).

Ancak McKinnon ve Shaw'ın görüşleri, gelişmekte olan ülkelerde, baskı altında tutulan finansal piyasaların, temelde reel faiz oranlarını piyasa güçlerinin belirlemesine izin verme yoluyla bu baskıların ortadan kalkmasıyla birlikte ekonomik gelişmelerini hızlandıracakları, kaynakların etkin dağılımının sağlanacağı ve ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkilerin ortaya çıkacağı yönündedir. Bu ise, reel faiz oranlarının rekabetçi piyasa dengesine doğru yükselmesi sayesinde gerçekleşecektir (Gemech – Struthers, 2003: 2). Reel faiz oranlarındaki yükselme, gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları uluslararası faiz oranı düzeyine ulaşana kadar sürecek, dünya ölçeğinde tasarruf oranları faiz oranlarına karşı ne ölçüde duyarlı ise, bu süreç de o kadar hızlı işleyecektir (Yentürk, 2003: 131).

Burada savunulan, Keynesyen yaklaşımın aksine, faiz oranları üzerindeki yapay tavanların, tasarrufları azaltacağı, bunun, sermaye birikimi üzerinde olumsuz etkileri ortaya çıkaracağı ve kaynakların etkin dağılımının sağlanamayacağıdır. Ancak, faiz oranları üzerindeki baskıların kalkmasıyla birlikte reel faiz oranları yükselecek, bu yükselmeye bağlı olarak iç ve dış tasarruflar artacak, kaynaklar daha verimli alanlara yönelecektir (Gemech – Struthers, 2003: 2).

McKinnon ve Shaw'a göre, para ve sermaye malları –özellikle sermaye piyasalarının fazla etkin olmadığı gelişmekte olan ülkelerde, ikame değil, tamamlayıcı özelliklere sahiptir. Gelişmekte olan ülkelerde tasarruf sahipleri ile yatırımcılar aynı kişiler olabileceği gibi, reel balans talebi ya da tasarrufların artması yatırımların artacağına bir göstergesidir. Bu varsayımlara dayanarak McKinnon ve Shaw'un, gelişmekte olan ülkelerde yatırımları ve büyümeyi artırmak için önerdikleri politika, reel balans talebini ve tasarrufları artıracak olan reel faiz oranlarının yükseltilmesidir. Reel faiz oranlarındaki artış ise finansal serbestleşme ile gündeme gelecektir (Mihçı, 2000: 84).

Finansal serbestleşme sonucu faiz oranlarının yükselmesi, gelirin tasarruf edilen kısmına ve faize bağlı aktiflere olan talepte bir artışa yol açacaktır. Bu durumda yatırımlar için gereken fonların sağlanması kolaylaşarak, ekonomik büyüme hız kazanacaktır. Diğer taraftan, faiz oranlarının serbest bırakılması sonucu yükselmesi, tasarrufların artması ve tüketim talebinin kısılması sonucunu doğuracağı için ekonomide enflasyonist baskıları ortadan kaldıracaktır. Bunların yanısıra, faiz oranlarının yükselmesiyle daha önce üretken olmayan yatırımlara yönelen fonlar kârlı olmaktan çıkacak ve tasarruflar üretken alanlara yönelecek, kaynak dağılımında etkinlik sağlanacaktır (Akyüz, 1990: 119, 1993: 8-9, McKinnon, 1973, Shaw, 1973: 72-73, Aktaran, Altıok, 2000: 101).

Finansal serbestleşme savunucuları, banka mevduatları üzerindeki faiz oranlarının düşük tutulmasının, ekonomik birimlerin tasarruflarını, potansiyel olarak daha üretken olan banka mevduatları yerine, arsa gibi üretken olmayan varlıklara yatırmaya teşvik ettiğini, benzer şekilde yüksek rezerv ihtiyacının da bankaların borç verme kapasitesini sınırladığını öne sürmektedirler (Arestis- Dernetriades, 1999: 3). Negatif reel faiz oranlarının, tasarrufları üretken olmayan alanlara kanalize ederek yatırımları yavaşlattığını ve bunun da ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkisi olduğunu öne sürmekle birlikte (Akyüz, 1993: 9, Aktaran, Altıok, 2000: 101), devletin idari kararlarla belirlediği selektif kredi uygulamasının da kaynak dağılımını sağlamada etkisiz kalacağını savunmaktadırlar (Altıok, 2000: 101).

Faiz oralarının yükselmesiyle birlikte tasarruflar üzerindeki baskının kalkması finansal araçları artıracak, finansal derinleşme sağlanacak ve finansal sektör daha etkin hale gelecektir. Yani finansal serbestleşme, finansal piyasalarda araç çeşitlenmesine yol açarak finansal derinleşmeyi sağlamakta, kaynak dağılımında etkinliğin sağlanmasıyla

birlikte sektörel getiri oranları birbirine yaklaşırken, tasarruf oranlarının yükselmesiyle de fon maliyetleri düşecek ve yatırımlar artacaktır (Yentürk, 2003: 131-133). Etkin bir finansal sistemin varlığı, fonların toplanmasına ve verimli yatırımlara aktarılmasına aracılık edecektir. Faiz oranları üzerinde oluşacak herhangi bir tavan ise mevcut kaynakların üretken yatırımlara kaymasında olumsuz bir etki yaratacak, bu durumun reel sektör üzerindeki etkisi ise yatırımların azalması biçiminde kendisini gösterecektir (Sak, 1996: 14, Aktaran, Taş, 2001: 18). Dolayısıyla finansal serbestleşme sonucu, faiz oranlarının kendi denge seviyesine uyarlanmasıyla birlikte düşük getirili yatırım projeleri elimine olacak ve yatırımların ortalama verimliliği yükselecektir (Arestis- Dernetriades, 1999: 3).

Bir diğer deyişle, bu yaklaşımda ekonomik gelişme, sadece yatırım hacminin artması sayesinde değil, aynı zamanda finansal derinleşmenin gerçekleşmesiyle birlikte, fonların verimli alanlara kanalize edilmesini sağlayarak yatırımın ortalama verimliliğindeki bir artış sayesinde de gerçekleşebilecektir.

McKinnon, yurtiçi tasarruflar serbest bırakıldığında toplam tasarrufların artacağını, bu kaynakların da mevduatlar yoluyla yatırıma kanalize edileceğini ve bu sayede büyüme hızının artacağını öne sürerken Shaw, olayı finansal derinleşmenin sağlanması ve finansal aracılığın yoğunlaşması ile piyasalarda etkinliğin artması, işlem maliyetlerinin azalması, tasarruf ve yatırım hacminin artması biçiminde ifade etmektedir. Her ikisi de kredi tayinlemesinin bertaraf edilmesiyle, yatırımların hacim ve etkinlik açısından gelişme göstereceğini ortaya koymaya çalışmışlardır (Taş, 2001: 40).

McKinnon ve Shaw, bunların sağlanabilmesi için finansal serbestleşmeye gidilmesi gerektiğini savunmakta; nominal faiz oranı üzerindeki kurumsal kısıtları kaldırmayı, selektif ve direkt kredi programlarını bırakmayı, rezerv ihtiyacını azaltmayı,

enflasyonu düşürmeyi ve en önemlisi finansal sektördeki rekabetçi koşulların garantiye alınmasının sağlanmasını önermektedirler (Eschenbach, 2004: 8-9).

Sonuç olarak, McKinnon ve Shaw'ın hipotezleri, finansal serbestleşmenin, yüksek faiz oranları ile birleşerek tasarrufları uyaracağını varsaymaktadır. Burada altı çizilmesi gereken varsayım, tasarrufların faize karşı duyarlı olduğudur. Yüksek tasarruf oranlarının ortaya çıkması, daha fazla yatırımı finanse edebilecektir. Bu nedenle, McKinnon ve Shaw'a göre, finansal serbestleşme ile birlikte daha yüksek faiz oranları ortaya çıkacak, yüksek faiz oranları ise daha yüksek tasarruf oranlarının ortaya çıkmasına neden olacaktır. Sonuçta ekonomide yatırımlar artacak ve ekonomik büyüme gerçekleşecektir.

Neo-klasik finansal serbestleşme yaklaşımını, 1980'lerden itibaren pek çok iktisatçı tarafından eleştirilmiştir. Bu yaklaşımı eleştiren çevreler, finansal serbestleşme teorisinin;

a) Finansal piyasaların etkin çalıştığı (bilginin mükemmel ve en etkin şekilde kullanıldığı),

b) Finansal serbestleşmenin, tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını düzenleyeceği ve faiz oranını ülkeler arasında eşitleyeceği (Yentürk, 2003: 132) gibi gerçekçi olmayan iki temel varsayımdan yola çıktığını söyleyerek bu teoriye karşı eleştirilerini ortaya koymuşlardır.

Eleştirel görüşler, dışsallıkların olmadığı, ekonomilerin her zaman dengede olduğu tam rekabet koşullarını temel alan Pareto Optimalitesinin, bu koşulların gerçekleşmediği koşullarda anlamsızlaştığını, günümüz koşulları için finansal piyasaların etkin çalışmadığını, bu piyasaların tasarruf ve yatırımlardan bağımsız hareket ettiğini öne sürerek hipotezlerini geliştirmişlerdir (Yentürk, 2003: 132).

Aşağıda, finansal serbestleşme teorisine karşı geliştirilen iki temel eleştirel yaklaşım açıklanılmaya çalışılmaktadır.

### **I.2.2. Neo-Keynesyen Yaklaşım**

Neo Keynesyen yaklaşım, finansal serbestleşme tezini iki noktada eleştirmektedir. Bu eleştirilerden ilki, tasarruf düzeyinin faiz oranı ile değil, gelir düzeyi ile ilgili olduğu; ikincisi ise, faiz oranları ile yatırım düzeyi arasında negatif bir ilişki olduğu düşünceleri üzerine temellenmiştir.

Neo-Keynesyen yaklaşım ilk olarak, tasarrufların gelir düzeyi ile ilişkili olduğunu ileri sürer. Buna göre tasarruflar gelirin bir fonksiyonudur ve faiz oranlarına karşı duyarlı değildir. Bu nedenle McKinnon-Shaw Yaklaşımı'nda ileri sürüldüğü gibi, ekonomide faiz oranlarının yükselmesi, tasarruf oranlarını artırarak yatırımlara kanalize olacak fonların artması sonucunu doğurmayacaktır.

Neo Keynesyen yaklaşım ikinci olarak, faiz oranlarında ortaya çıkacak herhangi bir artışın yatırımların maliyetini yükselteceğini ve yatırımları caydıracağını öne sürer. Ortaya çıkan bu durum ise ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkilere yol açacaktır. (Taş, 2001: 42).

Bu yaklaşıma göre düşük faiz oranları, yatırımları ve ekonomik büyümeyi teşvik edecek, büyük oranda gelir düzeyi tarafından belirlenen tasarruflar ise –faiz oranına duyarlı olmadığı için- bundan olumsuz etkilenmeyecektir. Yaklaşımda, büyüme sürecinin temel değişkeni yatırımdır. Tasarruf oranı dinamik bir biçimde ele alınmakta ve bu oranın yükseleceği varsayılmaktadır (Bali - Çelen, 2005: 5).

Sonuçta, finansal serbestleşme ile birlikte faiz oranlarında ortaya çıkacak yükselme yatırımlar üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkarırken, diğer yandan ekonomideki

tasarruf düzeyinin yükselmesi efektif talebin daralmasına yol açarak ekonomide durgunluğa neden olabilecektir (Bali - Çelen, 2005: 5).

Bunun yanı sıra, Neo Keynesyen bakış açısına göre, özellikle gelişmekte olan ülkelerde ciddi ölçüde finansal istikrarsızlığın olması nedeniyle, yalnızca yatırımların finansmanı için gereken kaynakların var olması yeterli olmamakta, aynı zamanda, etkili bir fonlamanın yapılabilmesi de gerekmektedir. Çünkü etkili fonlamanın yapılamadığı durumlarda ise, atıl kalan fonların artması sonucu büyüme hızı yavaşlamakta ve finansal kesimde yaşanan böyle bir istikrarsızlığın reel ekonomi üzerindeki etkisi, büyümenin yavaşlaması şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu nedenlerle Neo Keynesyenler, finansal serbestleşmenin her zaman, ekonomide tasarruf ve yatırımları artırarak büyümeyi olumlu etkileyemediğini öne sürmektedirler (Eser, 1996: 26, Aktaran, Çeviş, 1998: 61).

Neo Keynesyen bakış açısında, finansal piyasalar ile mal piyasaları farklılık göstermektedir. Mal piyasalarında malın teslimi ile alıcının ödeme yapması eşzamanlı olurken, finansal piyasalarda kredi anında verilirken, geri ödemesi borçlu tarafından gelecekte yapılacaktır. Neo Keynesyen yaklaşımın temel hareket noktalarından birisi, mal piyasalarının ve finansal piyasaların bu temel farklılığıdır. Burada, kredi piyasalarında borcun ödenmeme riski ve bu konuya ilişkin bilgi konusunda tarafların –alacaklı aleyhine- eşit olmadığı öne sürülmektedir. Borçlunun, borcunu vadesinde ödemesini belirleyecek herhangi bir nesnel yöntem yoktur. Borcun vadesi geldiğinde ödenmesi gereken tutar ile fiili ödeme arasındaki fark, borcun geri ödenmemesi belirsizliğinden kaynaklanmaktadır. Borçluların, piyasalardan bekledikleri getiri ve risk konusunda piyasa ajanları tarafından tam bilgilendirildiği varsayılırken, kredi verenlerin borçlularına ait yeterli bilgiye sahip olmadıkları varsayılmaktadır. Burada asimetrik enformasyon söz konusu olmaktadır. Dolayısıyla, kredi verenler, borcun geri ödenmemesi olasılığını dikkate alarak, kredi faiz

oranı ile beklenen getiri arasındaki fonksiyonel ilişkiyi değerlendirirler (Jaffee – Stiglitz, 1990, Aktaran, Özbilen, 2005: 3).

Asimetrik enformasyonun ortaya çıkaracağı sonuçlar şu şekilde özetlenebilir: Faizlerin yükselmesi sonucu kredi başvurularının ortalama kalitesi düşecek, borçlanma maliyetlerinin yüksek olduğu bu ortamda, beklenen getirileri ve risk düzeyi düşük olan projelerin gerçekleşme imkanı azalacaktır. Geriye, beklenen getirisi yüksek ve risk düzeyi düşük ve/veya yüksek projeler kalacaktır. Kredi arz edenler asimetrik bilgiye sahip olduklarından, düşük ve yüksek riskli projeleri ayırmak kolay olmayacak ve negatif borçlu havuzundan rastgele bir seçim (adverse selection: yanlış seçim) yapmak zorunda kalacaklardır (Taş, 2001: 44). Bunun sonucunda ise, yüksek getirili projelerin yerini düşük getirili projeler alacak; gelir ve verimlilik kaybı gibi olumsuz sonuçlar ortaya çıkacaktır.

Bu görüşe göre devlet, finansal piyasalarda istikrarı sağlamak amacıyla, finansal piyasaların düzenlenmesi, istihdam ve kaynak tahsisinde etkinliğin artması gibi konularda, gerektiğinde bu piyasalara müdahale etmelidir. Gelişmekte olan ülkelerin finansal yapıları göz önünde bulundurulduğunda, finansal baskı daha rasyonel bir politika olarak değerlendirilmektedir (Eser, 1996: 26, Aktaran, Çeviş, 1998: 61).

### **I.2.3. Yeni Yapısalcı Yaklaşım**

Uygulanan finansal serbestleşme politikalarına bağlı olarak, özellikle gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan çeşitli deneyimler sonucunda, finansal serbestleşmeyi, makroekonomik bakış açısından eleştiren Yeni Yapısalcı yaklaşım ortaya çıkmıştır. Yeni Yapısalcı yaklaşım, finansal serbestleşmenin büyümeyi engelleyici olduğunu ileri sürer ve bunu üç noktada ifade eder:



Birincisi; finansal serbestleşme sonrası hem formel hem de informal finansal sektörlerde faiz oranlarının yükseleceğini ileri sürer. Gelişmekte olan ülkelerde hemen hemen bütün firmalar, işletme sermayesi gereksinimlerini borçlanma yoluyla finanse etmektedirler. Bu nedenle toplam üretim maliyetleri içinde kredi faiz giderleri önemli bir paya sahiptir. Yeni Yapısalcı yaklaşıma göre, faiz oranlarındaki yükselme, bir yandan yatırımları olumsuz etkileyerek durgunluğa neden olurken, öte yandan gelişmekte olan ülkelerdeki fiyatlama sisteminin mark-up (maliyet + kar) fiyatlama sistemi olması nedeniyle kredi faizlerindeki artış, işletmelerin çalışma sermayesinin maliyetini artırarak enflasyona yol açacaktır (Eschenbach, 2004: 6).

Aynı süreç talep yönünden incelendiğinde ise, fiyatlardaki artış sonucu ortaya çıkacak olan reel ücret azalmaları ve borçlanma maliyetlerinin yükselmesinin, toplam talebi daraltarak üretimin daralması sonucunu ortaya çıkaracağı öne sürülmektedir. Diğer bir deyişle, mevduat faiz oranlarının yüksek olması, ekonomideki yatırım oranını yükseltmekten ziyade düşürecektir (Agrawal, 2001: 1-2).

Sonuçta, faiz oranlarının yükselmesinin, kredi hacminde yarattığı daralma arz yönlü, enflasyon ise talep yönlü olumsuz etkiler yaratarak ekonomik büyümeyi engelleyecektir. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde arz esnekliği düşük olduğu için, yüksek borçlanma maliyetlerinin arz yönlü enflasyonist etkileri, talep yönlü deflasyonist etkilere baskın çıkacak ve stagflasyonist bir süreç ortaya çıkacaktır (Eschenbach, 2004: 6).

Yeni Yapısalcı yaklaşım ikinci olarak, yüksek mevduat faiz oranlarının, tasarrufların, informal kredi piyasaları ya da hisse senedi piyasaları gibi alternatif getiri alanları yerine, banka mevduatlarına yönelmesi sonucunu doğuracağını ileri sürerler (Agrawal, 2001: 1-2). Taylor (1983) ve Wijnbergen (1982, 1983), informal para piyasalarının, finansal serbestleşmenin büyümeyi hızlandırıp hızlandıramayacağını

belirlemede çok önemli bir rol oynadığını öne sürer ve reel mevduat faiz oranındaki bir artışın, varlıkların informel piyasadan formel kredi piyasasına kaymasına yol açtığı bir durumda, finansal aracılıkta bir azalmanın ortaya çıkacağını öne sürerler (Eschenbach, 2004: 9).

Üçüncü nokta ise, gelişmekte olan finansal piyasaların ikili yapılarıyla ilgilidir. Buna göre, gelişmekte olan ülkelerdeki formel piyasalar, tabii oldukları karşılık oranları nedeni ile informel piyasalardan daha etkin çalışamazlar. Yukarıda belirtildiği gibi, finansal serbestleşme sonrası faiz oranları yükseldiğinde, fonlar informel sektörlerden formel kredi piyasalarındaki aktiflere yönelir. Bu durumda finansal serbestleşmenin, Neo-klasik teoriyle çelişen iki tür sonucu ortaya çıkmaktadır. Birincisi, fonların informel sektörden –faizler yükseldiği için munzam karşılıkların getirdiği yükü telafi ederek- formel sektöre kayması sonucu ödünç verilebilir fonların miktarı azalacaktır. İkincisi finansal serbestleşme sonrası, informel sektörde mevduat tabanı daralacaktır ve kredi faizleri artacaktır. Sonuç olarak, informel sektörde bir yandan faizler yükselirken diğer yandan da ödünç verilebilir fonlar azalacak ve stagflasyonist süreç hızlanacaktır (Taş, 2001: 48).

Stiglitz ve diğer yeni yapısalıcı iktisatçılar, sınırlanmamış finansal serbestleşmeye karşı çıkmakta ve ‘ılımlı finansal baskılama’ yı savunmaktadırlar. Bunun nedenlerini şu şekilde özetlemek mümkündür: (1) Daha önceki ampirik çalışmalar, yüksek reel faiz oranlarının olumlu etkilerinin, finansal baskılama ile birlikte ortaya çıktığını, negatif reel faiz oranlarının olduğu ülkelerin ya da dönemlerin örneklemin dışında bırakıldığı durumlarda, yüksek reel faiz oranlarının düşük büyüme oranları ile birlikte görüldüğünü göstermektedir (Stiglitz - Uy, 1996, Aktaran, Agrawal, 2001: 2). Bu nedenle, önemsiz derecede ya da sifıra yakın reel faiz oranları ile birlikte ‘ılımlı finansal baskılama’

en uygunu olacaktır (Murdock – Stiglitz, 1993, Aktaran, Agrawal, 2001: 2).<sup>1</sup> (2) Yaygın piyasa başarısızlıkları ve banka mevduatları üzerinde açıktan ya da örtük bir biçimde devlet garantisinin varlığı nedeniyle bir bankanın başarısızlığı (failure) büyük bir negatif dışsallık yaratmaktadır. Bu durum, finansal piyasalarda sert rekabetin arzu edilir bir şey olmayabileceği anlamına gelmektedir (Stiglitz, 1994, Aktaran, Agrawal, 2001: 2). Bu nedenle, bankaların, mevduat faiz oranlarını, piyasa faiz oranlarından yüksek düzeyde tutmaları yoluyla ekstra kârlılık sağlamalarına izin vermek, sosyal açıdan en uygunu olacaktır (Hellman vd., 1997, Aktaran, Agrawal, 2001: 2). (3) Yüksek reel faiz oranları, yatırımcılar açısından güvenli fakat düşük getirili projeleri cazip kılmanın yanı sıra, banka ödünçlerinde önemli ölçüde yüksek riskliliği de beraberinde getirecektir (Stiglitz – Weiss, 1981, Stiglitz, 1994, Aktaran, Agrawal, 2001: 2).

Sonuçta, gerek Neo Keynesyen gerek Yeni Yapısalcı Yaklaşım, finansal serbestleşme savunucularının öne sürdüğünün aksine, faiz oranlarında ortaya çıkacak herhangi bir artışın ekonomi üzerinde olumsuz sonuçlar yaratacağını savunmaktadırlar. Temel olarak, finansal serbestleşme sonrası faiz oranlarında ortaya çıkan yükselmenin, ekonomide yatırım düzeyinin düşmesine yol açtığını ve bu nedenle özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi desteklemeyeceğini öngörmektedirler.

### **I.3. Finansal Serbestleşmenin Temel Hedefleri ve Uygulamaları**

Yukarıda, finansal serbestleşmeye ilişkin çeşitli yaklaşımlar ele alınmış ve bu yaklaşımların her birine göre finansal serbestleşmenin ekonomik göstergeler üzerindeki

---

<sup>1</sup> McKinnon, reel faiz oranlarının yüzde 5-9 seviyesinde olmasını önermiştir. Bu düzey, Stiglitz (1994)'in reel faiz oranlarının sıfıra yakın ya da önemsiz düzeyde pozitif olacak düzeyde sınırlanmasını öneren 'ılımlı finansal baskılama' yaklaşımıyla uyuşmamaktadır.

olumlu ve olumsuz sonuçları bir özet halinde açıklanmaya çalışılmıştır. Bu açıklamaların ardından, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından finansal serbestleşme politikalarının temel hedeflerinin neler olduğu, bu ülkelerin finansal serbestleşmeden beklentileri özetlenmeye çalışılacaktır.

### **I.3.1. Finansal Serbestleşmenin Temel Hedefleri**

Çok genel bir ifadeyle, finansal serbestleşme sonucunda, piyasa sinyallerine göre gerçekleşecek olan kaynak tahsisinin, kaynakların dağılımında etkinliği artırarak dünya üretim ve refahına katkıda bulunacağı savunulmaktadır. Finansal serbestleşme ile birlikte sermaye, verimliliğin düşük olduğu bölgelerden yüksek olduğu bölgelere doğru akacak ve dünya genelinde sermayenin verimliliği artacaktır (Seyidoğlu, 2003: 143).

Makro açıdan bakıldığında, sermayenin, gelişmekte olan ülkelerin tasarruf açığını kapatmak ve döviz gereksinimini karşılamak yoluyla geliri artırması beklenirken, mikro açıdan bakıldığında ise, finansal serbestleşmenin, tasarruf sahipleri, yatırımcılar ve işletme dışı mali kaynak kullanmak isteyen firmalar açısından avantajlı olacağı beklenmektedir. Finansal serbestleşme sonucu, fon arz ve talep edenlerin iç piyasalarının dar kalıplarından kurtularak dış piyasalara açılacağı; tasarruflarını daha iyi değerlendireceği ya da daha uygun koşullarda işletme dışı kaynak bulma olanaklarına sahip olabilecekleri ileri sürülmektedir (Seyidoğlu, 2003: 143).

Görülmektedir ki, finansal serbestleşme politikalarıyla temel olarak, özellikle gelişmekte olan ülkelerde yetersiz olan yurtiçi tasarruf açığının karşılanabilmesi için ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarından yararlanmak hedeflenmekte, kaynak dağılımında etkinlik sağlanması umulmaktadır. Böylelikle yatırımlar için gerekli finansman ihtiyacı

karşılancak ve büyüme katkıda bulunulacaktır (Akyüz, 1993: 1, Önder, 1993: 80, Studart, 1995-1996: 287, Aktaran, Altıok, 2000: 100).

Ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarından en etkin biçimde yararlanmak finansal sistemin büyüklüğü ile, finansal sistemin büyüklüğü ise, finansal derinlik kavramı ile ilgilidir. Finansal piyasaların serbestleşmesi sonucu, finans sektöründe yaratılan fonların reel kesime aktarılma oranı yükselecek yani, finansal derinlik olarak adlandırılan olgu ortaya çıkacaktır (Bali – Çelen, 2005: 2). Finansal derinliğin sağlanması sonucu; faiz oranları serbest kalacak ve bu yolla tasarruf düzeyi artacak, artan tasarruflar daha verimli alanlara yönlendirilecek ve yatırımlara tahsisi daha etkin yapılacaktır. Ayrıca, finansal varlıklarda çeşitlenme ortaya çıkacak, finansal likidite artacak bunun sonucunda dış yardım ve bütçeye bağımlılık azalacaktır (Taş, 2001: 42).

Finansal derinleşmenin sağlanmasında ve finansal derinleşmeyle birlikte yukarıda sayılan gelişmelerin ortaya çıkabilmesinde önkoşul ise finans piyasalarının serbestleşmesi olarak görülmektedir.

Eatwell (1996)'da, finansal serbestleşme sonucunda finansal piyasaların derinlik kazanmasıyla birlikte şu beş temel sonucun ortaya çıkacağı ifade edilmiştir (Yentürk, 2003: 132):

- a) Tasarruflar yatırımlara yönelirken ulusal sınırları aşarak en verimli alanlara yönelecektir,
- b) Finansal sistemde rekabet artacak ve bu durum da kredi maliyetlerini düşürecektir,
- c) Finansal araçlar artarak risk yönetimi kolaylaşacaktır,
- d) Uzun dönemde yüksek büyüme ve yatırım olanakları sağlanacaktır,

e) Piyasalar, hükümetlerin daha sağlıklı politikalar izlemelerinde etkili olacaklardır.

Görülmektedir ki, finansal serbestleşme politikaları ile temel olarak, kaynak dağılımında etkinliğin sağlanması, yatırımların finansmanında sıkıntı yaşayan gelişmekte olan ülkelerin bu sorununun hafifletilmesi, uzun dönemde daha yüksek yatırım ve büyüme oranlarının gerçekleştirilmesi hedeflenmektedir.

Özellikle, 1980 sonrasında hemen hemen bütün dünya ülkeleri, finansal serbestleşmenin yukarıda açıklanan faydalarından yararlanmak amacıyla finansal sistemlerini serbestleştirmeye yönelik uygulamalara ağırlık vermiş ve bu amaçla birçok yasal ve kurumsal düzenlemelere gitmişlerdir. Aşağıda, hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülkelerde, gerek yurtiçi gerekse yurtdışı finansal piyasaların serbestleştirilmesi amacıyla uygulamaya konulan ‘serbestleşme politikaları’ ve bu politikaların uygulama aşamaları üzerinde durulacaktır.

### **I.3.2. Finansal Serbestleşme Uygulamaları**

Finans piyasalarındaki bütün miktar ve fiyat sınırlamalarının kaldırılması ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak nitelendirilen finansal serbestleşme olgusu, 1970’li yıllarda McKinnon ve Shaw tarafından ortaya atılan Neoklasik finansal serbestleşme teorisine bağlı olarak işlerlik kazanmıştır. McKinnon ve Shaw, o döneme dek uygulamada olan, piyasaların kamu otoritelerinin denetim ve baskısı altında olma durumunu ifade eden ‘finansal baskılama’ olgusuna karşı eleştirilerini geliştirmişler ve finansal baskılamanın ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını öne sürmüşlerdir. Bu iktisatçılar, ekonomide faiz oranlarının baskı altında tutulması nedeniyle ortaya çıkacak negatif faiz oranlarının, tasarruf hacmi üzerinde

olumsuz etkiler ortaya çıkaracağını öne sürmüşlerdir. Bu durum ise, yatırımların ve dolayısıyla ekonomik büyümenin finansmanı için ihtiyaç duyulan kaynakların azalmasına neden olacaktır. Bu nedenle, faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından belirlenmesine izin verilmesi, yani yurtiçi finansal sistemin serbestleştirilmesi gerekmektedir. Yurtiçi finansal sistemin serbestleştirilmesi olarak nitelendirilebilecek bu süreci takiben, ekonomilerin dış finansal serbestleşmeye gitmeleri, yani uluslararası sermaye akımlarına açılmaları önerilmiştir. Bu sayede, gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik büyümenin finansmanı için yurtiçi kaynakların yeterli olmadığı durumlarda, yurtdışı piyasalardan yararlanabilecekleri ve ekonomik büyümelerini gerçekleştirebilecekleri öne sürülmüştür.

Neoklasik finansal serbestleşme hipotezinin öngördüğü şekliyle 1980'lerden sonra, hemen hemen bütün gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde çok önemli boyutlarda yasal ve kurumsal düzenlemelere gidilmiş, dünya genelinde finansal denetlemelere son vermeye başlanmıştır.

Finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik ilk uygulamalar gelişmiş ülkelerde yurtiçi finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik uygulamalarla başlamış ve hemen ardından sermaye akımlarının serbestleştirilmesine yönelik uygulamalarla devam etmiştir. 1980'lerin ortalarına kadar hemen hemen bütün gelişmiş ülkelerde yurtiçi ve yurtdışı finansal serbestleşmenin tamamlanmış, bir diğer deyişle tam finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmiş olduğu görülür (bkz. tablo 1.1).

Aynı süreçte, gelişmekte olan ülkeler de, kapsamlı reformlarla finansal piyasalarını serbestleştirmeye yönelmişler, bu yolla dünya yatırım fonlarının daha büyük bir kısmını ülkelerine çekmek ve uluslararası piyasa hareketlerinden daha fazla pay almak yoluyla, ekonomik yapılarını güçlendirmeyi hedeflemişlerdir (Özgen, 1998: 4). Dünya finans piyasalarındaki fonları çekebilmenin yolu, bu fonlara diğer ülkelerde elde

edebileceğinden daha yüksek kazanç sunmaktır. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkeler, yurtiçi finansal piyasalarında, uluslararası finansal sermayeye en kârlı yatırım olanaklarını sunacak düzenlemelere gitmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerin, ekonomik sorunlarının hafifletilmesi, yatırımlar için gerekli finansman ihtiyaçlarının karşılanması, kaynak dağılımında etkinlik sağlanması gibi amaçlarla finansal serbestleşmeyi bir çözüm yolu olarak görmeleri, bu ülkelerin hızla serbestleşme uygulamalarına başlamalarına neden olmuştur.

Hemen hemen bütün dünya ülkelerinde, yurtiçi ve yurtdışı finansal serbestleşmenin aşamalı olarak gerçekleştirildiğini söylemek mümkündür. Finansal serbestleşme genel olarak öncelikle yurtiçi finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik uygulamalarla başlamış ancak, hemen ardından yurtdışı finansal serbestleşmenin sağlanmasına yönelik adımlarla bu süreç devam etmiştir. Yukarıda da değinildiği gibi, finansal sistemin serbestleştirilmesine yönelik uygulamalar, ilk olarak gelişmiş ülkelerde başlamış ve ‘tam serbestleşme’ bu ülkelerde gerçekleştirilmiştir. Gelişmekte olan ülkelere ise bu süreç gelişmiş ülkelere olduğundan daha sonra ortaya çıkmış ve tamamlanmıştır. Dolayısıyla, son yirmi beş yıldır hemen hemen bütün gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere uygulanan finansal serbestleşme süreci iki aşamada incelenebilir:

- Reform sürecinin birinci aşamasını 1980’lerden başlayan ve 1990’lı yıllara kadar devam eden süreç oluşturmaktadır. Bu dönemde genellikle, finansal baskı döneminden kalma mali piyasalarla ilgili yasaların kaldırılması ya da yeniden düzenlenmesi yönünde düzenlemeler yapılmıştır. Finansal serbestleşme döneminde, faiz sınırlamalarının kaldırılması, kredi politikalarının değiştirilmesi, bankacılık sektörüne giriş çıkışı serbest hale getirecek düzenlemelerin yapılması, yabancı sermaye akımlarına getirilen sınırlamaların kaldırılması, menkul kıymet



borsalarının kurulması ya da aktif hale getirilmesini teşvik edecek politikaların yürürlüğe konulması söz konusu olmuştur (Güloğlu – Altunoğlu, 2002: 4).

- Finansal reform sürecinin ikinci aşamasında, yani 1990’lardan günümüze uzanan süreçte, ekonomide daha çok yapısal düzenlemelere yönelik çalışmalara ağırlık verilmiştir. Bu düzenlemelerle amaçlanan makroekonomik istikrarı sağlamanın yanısıra, kredi piyasasında yanlış seçim (adverse selection) ve etik problemleri (moral hazard) gibi ‘asimetrik bilgi’den kaynaklanan aksaklıkları gidermek amacıyla finansal kurumlara yönelik etkin bir denetleme ve düzenleme mekanizması kurmak, bankacılık sektöründe rekabeti sağlamak, ulusal ve uluslararası kredi piyasaları arasındaki kopuklukları gidermek ve menkul kıymet borsalarının dünya borsalarıyla entegrasyonunu sağlamak olmuştur (Güloğlu – Altunoğlu, 2002: 4).

Aşağıda, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin, yurtiçi ve yurtdışı finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesine yönelik olarak geçirdikleri aşamalar bir özet halinde verilmeye çalışılacaktır.

### **I.3.2.1. Gelişmiş Ülkelerde Finansal Serbestleşme Uygulamaları**

Genel olarak finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik uygulamalar gelişmiş ülkelerde, bankacılık sektöründe, yurtiçi faiz oranlarının serbest bırakılmasıyla başlamış (Kaminsky – Schmukler, 2002: 7), para piyasaları ve sermaye piyasalarında yapılan düzenlemelerle devam etmiştir. Bu ülkelerde, sermaye akımlarının serbestleştirilmesi, yani yurtdışı finansal serbestleşme ise, yurtiçi finansal sektörün serbestleşmesinden sonra sağlanmıştır (Kaminsky – Schmukler, 2002: 11).

ABD, 1980 ve 1982 yılında iki yasa yürürlüğe koyarak finansal piyasalarında serbestleştirme uygulamalarına hız kazandırmıştır. Serbestleşmeye yönelik uygulamalar, 1980 ve 1982’de yürürlüğe konulan Garn-St Germain Mevduat Kurumlar Yasası ile hızlandırılmış ve 1982 yılının sonunda mevduat faizleri üzerindeki faiz tavanları tamamen kaldırılmıştır (Cooper – Fraser, 1988: 20, Aktaran, Karabulut, 2002: 46).

İngiltere, 1986 yılında yürürlüğe koyduğu bir dizi yasa ile yabancı bankaların piyasaya girişini kolaylaştırma, hisse senedi piyasasındaki komisyon uygulamasını kaldırma gibi uygulamalara giderek finansal serbestleşmeye hız kazandırırken, Japonya, 1984’de parasının konvertibilitesine yönelik adımlar atmış, sermaye akımları üzerindeki sıkı kontrolleri gevşetmiş ve 1985-87 yılları arasında faiz oranları üzerindeki kontrolleri aşamalı olarak kaldırmıştır (Khoury, 1992: 107, Aktaran, Karabulut, 2002: 47).

Dünyanın en büyük üç sermaye piyasası olan New York, Tokyo ve Londra’nın serbestleşme uygulamalarına paralel şekilde birçok gelişmiş ülkede finansal serbestleşme yönünde adımlar atılmış, 1980 yılında Kanada ve Avustralya, finansal sistemlerine derinlik kazandırmak amacıyla çeşitli yasalar çıkararak bu yöndeki uygulamalara başlamışlardır (Karabulut, 2002: 47).

Genel olarak bakıldığında hemen hemen bütün gelişmiş ülkeler, hisse senedi piyasalarının serbestleştirilmesi yönündeki uygulamalara çok daha erken dönemlerde başlarken, yurtiçi finansal sektörün serbestleşmesi konusundaki adımlar ancak, 1970’li yılların başlarında atılmıştır. Temelde bütün G-7 ülkeleri (Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, İngiltere ve Amerika), ilk olarak hisse senedi piyasalarında serbestleşme uygulamalarını gerçekleştirirken, G-7 grubunda olmayan Avrupa Ülkeleri (Danimarka, Finlandiya, İrlanda, Norveç, Portekiz, İspanya ve İsveç), reformlar konusunda daha karmaşık bir strateji uygulamışlardır. Bu ülkelerin bir kısmı, önce bankacılık sektörünü

serbestleştirmiş, diğerleri ise ilk olarak hisse senedi piyasalarında serbestleşme uygulamalarına gitmişlerdir (Kaminsky – Schmukler, 2002: 12).

1980’li yıllarda yurtiçi finansal serbestleşme yönünde uygulamalara başlayan ülke sayısı hızla artmıştır. Bu ülkeler grubunda ABD ve Danimarka 1973 yılının başında yurtiçi finansal serbestleşmeye yönelik ilk adımları atarken, uygulamalara en geç başlayan ülke -1986 yılında- Finlandiya olmuştur. Genel olarak bütün gelişmiş ülkeler 1970’li yılların ikinci yarısı ve 1980’li yılların ikinci yarısı arasında kalan dönemde yurtiçi finansal sektörlerini serbestleştirmeye yönelik uygulamalara başlamışlardır (bkz. tablo 1.1).

1980’li yılların ikinci yarısında ise, gelişmiş ülkelerdeki reformların genel olarak yurtdışı finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik uygulamalardan oluştuğunu söylemek mümkündür. Yurtdışı finansal serbestleşmeye yönelik ilk adımları atan ülkeler ABD, İngiltere, Almanya ve Kanada’dır. Bu ülkeler ilk olarak 1973 yılında yurtdışı finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik adımlar atarken, gelişmiş ülkeler arasında en geç, Fransa ve Norveç -1985 yılında- ilk uygulamalara başlamışlardır (bkz. Tablo 1.1). 1980’lerin sonu ve 1990’ların başına gelindiğinde ise bütün gelişmiş ekonomilerde yurtdışı finansal serbestleşme gerçekleştirilmiş ve bu süreç sonucunda bütün gelişmiş ülkelerde ‘tam finansal serbestleşme’ gerçekleştirilmiştir (Kaminsky – Schmukler, 2002: 11).

Abiad ve Mody (2005), dünya genelinde finansal serbestleşme ile ilgili yaptıkları bir çalışmada 36 ülke ekonomisi için ‘finansal serbestleşme endeksi’ adını verdikleri bir endex hesaplamışlardır. 1973-1996 dönemini kapsayan çalışmada hesaplanmış olan finansal serbestleşme endeksi; (a) kredi kontrolleri, (b) faiz oranları kontrolleri, (c) bankacılık sektörüne giriş engelleri, (d) işlevsel kısıtlar, (e) uluslararası finansal işlemlerde kısıtlamalar olmak üzere beş kriterden oluşmaktadır. Çalışma 1973-

1996 döneminde bu 36 ülkede, finansal serbestleşmenin ne ölçüde ve hangi dönemlerde sağlandığını göstermektedir (bkz tablo 1.2). Tam baskılanmış bir piyasanın '0' değeri ile, tam serbestleştirilmiş bir piyasanın ise '18' değeri ile gösterildiği çalışmanın sonuçlarına göre, gelişmiş ülkeler, diğer ülke gruplarına nazaran finansal serbestleşmeye çok daha erken dönemlerde başlamışlardır. 1973 başlangıç yılında Almanya için finansal serbestleşme endeksi 16 iken, Kanada için 15, ABD için 13 olarak hesaplanmıştır. Bir diğer deyişle, bu ülkeler finansal serbestleşmeye çok daha hızlı başlamış ülkelerdir. Bunun yanı sıra, Avustralya, Yeni Zelanda ve Japonya'nın, çalışmanın başlangıç yıllarında serbestleşme uygulamalarına henüz başlamadığı ya da çok sınırlı düzeyde başlamış olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 1.1'de özetlenen sonuçlardan anlaşılmaktadır ki, bu ülkelerdeki serbestleşme süreci kesintisiz olarak gerçekleşmiş, gelişmiş ülkeler aşama aşama ve sorunsuz bir şekilde finansal piyasalarında tam serbestleşmeyi gerçekleştirmişlerdir.

### **I.3.2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Serbestleşme Uygulamaları**

Gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik ilk uygulamalar, gelişmiş ülkelerde finansal serbestleşme politikaları uygulamaya konulduktan sonra ortaya çıkmıştır. 1980'li yıllardan itibaren Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası'nın, kredilerini finansal serbestleşme yönünde atılacak adımlara bağlaması, finansal serbestleşmenin gelişmekte olan ülkelere hızla yayılmasına neden olmuştur (Karabulut, 2002: 47).

Ancak gelişmekte olan ülkelerde serbestleşme, gelişmiş ülkelerdekinden daha farklı bir yol izlemiştir. Birçok gelişmiş ülke için serbestleşme süreci, kesintisiz bir süreç olarak gelişirken, gelişmekte olan ülkelerde sert ve şiddetli krizlerle kesintiye uğramıştır

(Kaminsky – Schmukler, 2002: 4). Gelişmekte olan ülkelerin sadece birkaçı finansal serbestleşme politikalarını, 1970'lerin başlarında yürürlüğe koymuştur. Finansal serbestleşmeye yönelik politikaları uygulamaya koyan gelişmekte olan ülke sayısı 1970'lerin sonlarında artış göstermiş, ancak 1982 yılında ortaya çıkan borç krizi nedeniyle Arjantin, Meksika başta olmak üzere birçok gelişmekte olan ülkede finansal serbestleşme süreci kesintiye uğramıştır. Bu borç krizinin ardından birçok Latin Amerika Ülkesi yeniden finansal baskılama politikalarını yeniden yürürlüğe koymuştur. 1980'lerin ortalarında ve sonlarında yeni bir serbestleşme dalgası ortaya çıkmış, bu ülkeler yeniden finansal sistemlerini serbestleştirmeye yönelik uygulamalara gitmişlerdir. 1990'larla birlikte gelişmekte olan ülkelere finans sisteminin bütün sektörleri büyük ölçüde serbestleştirilmiştir (Kaminsky – Schmukler, 2002: 11).

Gelişmekte olan ülkeler arasından özellikle Malezya, Arjantin, Şili, Güney Afrika finansal serbestleşme yönünde hızlı adımlar atan ülkeler olarak ön plana çıkmaktadırlar. Bu ülkelerde finansal serbestleşme endeksi, 1970'lerin sonlarında neredeyse gelişmiş ülkelerinki ile aynı düzeye ulaşmıştır. 1990'ların başlarına gelindiğinde ise, Doğu Asya ve Latin Amerika Ülkeleri'nin önemli bir kısmı, Mısır, İsrail, Güney Afrika ve Türkiye'de finansal serbestleşmenin önemli ölçülerde gerçekleştirilmiş olduğunu söylemek mümkündür (bkz. Tablo 1.2).

Gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğunda ilk olarak hisse senedi piyasalarının serbestleştirilmesine gidilmiştir. Gelişmekte olan ülkelere hisse senedi piyasalarında serbestleşme uygulamaları 1970'lerde başlamış ancak, bu dönemde yurtiçi finansal piyasalar büyük ölçüde baskı altında tutulmuştur. Birçok gelişmekte olan ülke, bankacılık sektörünü ve sermaye akımlarını 1970'lerin sonlarında serbestleştirmiştir.

Ancak bu serbestleşme reformu kısa süreli olmuş, 1982 yılındaki borç krizinden sonra yeniden bir dizi kontroller uygulanmaya başlanmıştır (Kaminsky – Schmukler, 2002: 11).

Gelişmekte olan ülkelerde serbestleşme aşamalarına baktığımızda, Latin Amerika ülkelerinin (Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru ve Venezuela) ilk olarak bankacılık sektörünü serbestleştirmiş oldukları görülmektedir. Gelişmekte olan Asya ülkeleri (Hong-Kong, Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Asya: Kore, Tayvan ve Tayland) bu konuda daha karışık bir strateji uygulamış, bazı ülkeler ilk olarak bankacılık sektörünü serbestleştirirken, diğerleri hisse senedi piyasalarına odaklanmışlardır. Bütün gelişmekte olan Asya ülkelerinde yurtdışı finansal piyasaların serbestleştirilmesi ise en son aşamada ortaya çıkmıştır (Kaminsky – Schmukler, 2002: 12).

Genel olarak Latin Amerika ülkeleri, finansal piyasalarında serbestleşme politikalarını Asya ülkelerinden daha erken uygulamaya koymuşlardır. Latin Amerika ülkelerinden ilk olarak Brezilya, 1973 yılında hisse senedi piyasalarının serbestleştirilmesi yönünde adım atarken, bu gruptan en son olarak Meksika 1989 yılında bu yönde adım atmıştır. Asya ülkeleri arasında ise bu konuda ilk adım atan ülke Malezya olmuş ve Malezya 1973 yılında ilk uygulamayı başlatmıştır. Diğer Asya ülkeleri ise, genellikle 1980’li yılların ikinci yarısında hisse senedi piyasalarının serbestleştirilmesine yönelik uygulamalara başlamıştır (bkz. tablo 1.1).

Latin Amerika ülkelerinin 1970’li yılların ikinci yarısında başladığı yurtiçi finansal sektörü serbestleştirmeye yönelik uygulamalara, Asya ülkeleri 1980’li yıllarda başlamışlardır. İlk olarak 1973 yılında Peru’da başlayan yurtiçi finansal sektörün serbestleştirilmesine yönelik uygulamalar, kısa sürede bütün Latin Amerika ülkelerinde başlamış ve 1980’li yılların sonunda hemen hemen bütün Latin Amerika ülkeleri yurtiçi finansal piyasalarını serbestleştirmeye yönelmişlerdir. Asya ülkelerinde ise bu süreç ilk

olarak 1978 yılında Endonezya ve Malezya ile başlamış ve 1994 yılında Hong Kong'un yurtiçi finansal sistemini serbestleştirmeye yönelmesiyle, tüm gelişmekte olan Asya ülkelerinde yurtiçi finansal sektörün serbestleştirilmesine yönelik politikalar uygulamaya konulmuştur (bkz. tablo 1.1).

Daha önce de vurgulandığı gibi, birkaç istisna dışında, hemen hemen bütün gelişmekte olan ülkelerde yurtdışı finansal piyasaların serbestleşmesine yönelik uygulamalar sonraki aşamalarda ortaya çıkmıştır. İstisna sayılabilecek birkaç gelişmekte olan ülke (Venezuela, Peru, Meksika, Hong Kong), yurtdışı finansal serbestleşme konusundaki ilk uygulamaları 1973 yılında başlatmışlardır, bunun dışında kalan diğer gelişmekte olan ülkelerde yurtdışı finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik uygulamalar ise, 1980'li yılların sonu ve 1990'lı yılların başlarında başlamıştır (bkz. tablo 1.1).

1990'lı yılların ortalarında, gelişmekte olan ülkelerde yurtdışı finansal serbestliğe yönelik uygulamaların hız kazanmasıyla birlikte, Hindistan, Nepal, Tayvan ve Bangladeş gibi birkaç gelişmekte olan ülke dışında hemen hemen bütün gelişmekte olan ülkelerde, finansal piyasalarda büyük ölçüde serbestleşmenin gerçekleştirilmiş olduğu görülmektedir (bkz. Tablo 1.1).

Kısaca özetlemek gerekirse, 1980'li yıllardan itibaren dünya ekonomisinde ortaya çıkan yeniden yapılanma sürecinde, öncelikle gelişmiş ülkeler mal ve finans piyasalarını bütün miktar ve fiyat denetimlerinden arındırmış, ardından gelişmekte olan ülkeleri kendi sermayelerinin gereksinimine uygun hale getirmişlerdir. Bu süreçte, gelişmiş ülkelerde, ulusal sınırlar içerisinde sıkışan sermayenin, kendisine daha kârlı yatırım alanları bulması gerekliliğine bağlı olarak, sermayenin dünya çapında serbestçe dolaşımına yönelik politikalar uygulamaya konulmuş, böylelikle sermayenin, dünyanın neresinde en

kârlı yatırım olanakları varsa oraya hiçbir engelle karşılaşmadan gidebilmesinin önü açılmıştır.

Neoklasik finansal serbestleşme teorisinin öngördüğü şekliyle, 1980'li yıllarda hemen hemen bütün gelişmekte olan ülkeler yatırımların ve ekonomik büyümenin gerçekleşebilmesi amacıyla yönelik olarak finansal sistemlerini serbestleştirmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerde, finansal kaynak bulmakta zorlanılan bu süreçte, IMF ve Dünya Bankası'nın, kredilerini finansal serbestleşme yönünde atılacak adımlara bağlamış olması, bu ülkelerde finansal serbestleşmenin hızlı bir şekilde uygulama alanı bulmasına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkeler, finansal serbestleşme ile birlikte, bir yandan yurtiçi tasarruf düzeyinin yükselmesini hedeflerken, öte taraftan uluslararası sermaye piyasalarından yararlanmayı hedeflemişlerdir. Uluslararası sermaye piyasalarındaki fonları çekebilmek için ise, bu fonlara, diğer ülkelerin sağladığından daha kârlı yatırım alanları sağlamaları gerekmiş ve bu ülkeler, sermayeye en kârlı yatırım olanaklarını sağlayacak düzenlemelere gitmişlerdir.



## **II. BÖLÜM: ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ EKONOMİYE ETKİLERİ**

1980'li yıllarda dünya ekonomisinde yaşanan finansal serbestleşme sürecine bağlı olarak, sermayenin uluslararası dolaşımı hız kazanmış, kendisine sürekli yeni ve kârlı pazarlar arayan sermaye uluslararası sermaye, gelişmekte olan ülke pazarlarına yönelmiştir.

Çalışmanın bu bölümünde, gelişmekte olan ekonomilere yönelen sermaye akımlarının niteliği ve boyutları incelenmekte, bu tür sermaye akımlarının gelişmekte olan ekonomilere yönelmesinde belirleyici faktörler ile gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin olası etkileri açıklanmaya çalışılmaktadır. Bununla birlikte, sermaye akımlarının gelişmekte olan ekonomiler üzerinde ortaya çıkaracağı olumsuzluklara karşın uygulanabilecek kontrol politikalarına da yer verilmektedir.

### **II.1. Uluslararası Sermaye Akımlarının Türleri ve Temel Özellikleri**

#### **II.1.1. Uluslararası Sermaye Akımlarının Tanımı ve Türleri**

Uluslararası sermaye akımlarını, (i) ticari amaçlı özel sermaye akımları, (ii) kalkınma amaçlı resmi sermaye akımları ve (iii) doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak üç ana başlık altında toplamak mümkündür (Seyidoğlu, 2001: 479). Çalışmanın kapsamı gereğince burada, resmi sermaye akımları ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına yer verilmeyecek, ticari amaçlı özel sermaye akımları ve özellikle 1990'lı yıllarda uluslararası dolaşımı hız kazanan kısa vadeli özel sermaye akımları üzerinde durulacaktır.

Ticari amaçlı özel sermaye akımları, sermayenin, ticari koşullar altında bir ülkeden diğer bir ülkeye hareketini ifade etmekte; para ve sermaye piyasalarında, "kısa" (1

yıldan az), "orta" (1-5 yıl) ve "uzun" (5 yıldan çok) vadeli olarak gerçekleşmektedirler (Kar vd., 2004: 2). Bu tür sermaye akımlarını, kısa vadeli sermaye akımları, portföy yatırımları ve uzun vadeli sermaye akımları olmak üzere üç grupta toplamak mümkündür. Ticari amaçlı özel sermaye akımlarının en belirgin özelliklerinden birisi, bu tür akımların uluslararası para ve sermaye piyasalarının ticari koşullarında sağlanmalarıdır. Resmi sermaye akımlarından ayrılan yönleri, bir dış yardım niteliğinde olmamaları, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ayrılan yönleri ise, doğrudan üretime yönelik yatırım biçiminde olmamalarıdır (Seyidoğlu, 2001: 479).

‘Uluslararası portföy yatırımları’ uluslararası sermaye piyasalarında gerçekleşmektedir. Para piyasalarıyla sermaye piyasaları arasındaki temel farklılık, bu iki piyasadaki işlemlerin vadesi ve bununla birlikte sermaye piyasalarında işlemlerin tamamen, tahvil ve hisse senedi gibi değerli kağıtların alım satımı ile gerçekleşmekte olmasıdır (Seyidoğlu, 2001: 480-498).

‘Orta ve uzun vadeli uluslararası krediler’ ise geniş anlaşmalar çerçevesinde yapısal değişim ve uyum programları içinde verilen kredilerden oluşurken, ‘uluslararası kısa vadeli sermaye akımları’, dış ticaretin finansmanına yönelik olarak verilen kredilerden oluşmaktadır. Kısa vadeli ticari krediler, vadelerinin düşük olmasının yanı sıra, yüksek likiditeli ve düşük riskli kredilerdir. Daha düşük faiz oranları nedeniyle gelişmekte olan ülkeler tarafından tercih edilmektedirler (Uzunoğlu vd., 1995: 54).

Yukarıda kısaca tanımlanan özel sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelen kısmı, 1980’li yıllardan itibaren ve özellikle 1990’ların başlarında önemli ölçüde hız kazanmıştır. Aşağıda, özel sermaye akımlarının 1970’li yıllardan itibaren gelişimine kısaca değinilecek ve belirli dönemler itibarıyla kazandığı nitelikler üzerinde durulacaktır.

### **II.1.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Sermaye Akımlarının Niteliği ve Boyutları**

1980'li yıllarda gelişmekte olan ülkelerde uygulamaya konulan finansal serbestleşme politikaları ile birlikte, bu ülkelere yönelik sermaye akımlarının hacmi ve niteliği de değişime uğramıştır. Özellikle 1990'lı yılların başlarında gelişmekte olan ülkelerin hemen hepsinde, yurtdışı finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesiyle birlikte, bu ülkelere yönelik sermaye akımları büyük bir hız kazanırken, sermaye akımlarının yapısı da değişmiştir. Bu süreçte, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları daha kısa vadeli bir niteliğe bürünmüş, spekülatif kazanç peşinde koşan sermaye giriş çıkışları önem kazanmıştır.

Bretton Woods sabit döviz kuru sisteminin uygulandığı 1970 öncesi dönemde oldukça sınırlı bir sermaye hareketliliği sözkonusuydu. Bu dönemde sadece resmi sermaye akımlarına izin verilmekte ve bununla birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yatırımlar görülmekteydi. Ancak, Bretton Woods'un yıkılması ile birlikte sermaye, artan ölçüde uluslararasılaşmış ve niteliksel olarak da gittikçe daha farklı boyutlar kazanmıştır (Delice, 2002: 25-28).

1970'li yılların sonunda, daha önceleri ağırlıkta olan resmi sermaye akımları görece olarak önemini yitirerek özel sermaye akımları ağırlık kazanmış, 1975 yılından 1980'lerin başlarına kadar gelişmekte olan ülkelere yönelik net özel sermaye girişleri, toplam sermaye girişlerin yüzde 65'ine yakın gerçekleşmiştir (Akyüz - Cornford, 1998: 8). Gelişmekte olan ülkelere yönelik toplam özel sermaye akımları 1975-79 döneminde 55 milyar dolar olarak gerçekleşirken, bunun yüzde 60'ı portföy yatırımlarından, yüzde 13'ü ise kısa vadeli sermaye akımlarından oluşmuştur (Delice, 2002: 33).

1980'li yılların ilk yarısında gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları içinde, kısa vadeli ticari krediler ve portföy yatırımları önemli ölçüde artarken resmi sermaye akımları ve uzun vadeli kredilerin ağırlığı oldukça azalmıştır. 1980-1984 döneminde bu ülkelere yönelik toplam özel sermaye akımları 80 milyar dolar olarak gerçekleşirken bunun yüzde 57'si portföy yatırımlarından, yüzde 10'u ise kısa vadeli akımlardan oluşmuştur (Delice, 2002: 30 - 33).

Görülmektedir ki, Bretton Woods'un yıkılmasından sonra gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarının boyutları önemli ölçüde yükselirken, bu akımlar içerisinde portföy yatırımları ve ticari banka kredilerinin ağırlığı artmış, böylelikle sermaye akımlarının niteliği de değişim göstermeye başlamıştır.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları, 1982 yılındaki borç krizi ile kesintiye uğramış ve 1980'lerin sonuna kadar hemen hemen sabit kalmıştır. Ancak 1982 yılında ortaya çıkan borç krizi, sermaye akımlarının bileşimini önemli ölçüde değiştirmiş ve toplam özel sermaye girişleri içinde banka kredileri önemli oranlarda düşüş göstermiştir (Akyüz - Cornford, 1998: 8 -12). Bununla birlikte, portföy yatırımları, özel sermaye akımları içerisindeki ağırlığını korumuş, bu tür akımların toplam akımlar içerisindeki payı 1983-1988 döneminde yüzde 45'lere yakın gerçekleşmiştir (Delice, 2002: 30).

1982 Borç krizi ile düşüş gösteren ticari banka kredileri ise, 1980'lerin sonlarında ve özellikle 1990'ların başlarında tekrar yükselişe geçmiş, bu akımların toplam özel sermaye akımları içerisindeki payı artmıştır. 1997 yılına kadar, 1990'lar, gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarında güçlü bir genişlemeye tanıklık etmiştir (Akyüz - Cornford, 1998: 11). Bu genişleme, sermaye girişlerinde, 1996 yılına kadar yıllık ortalama yüzde 13 düzeyinde bir artış şeklinde kendini göstermiş, 1991 yılında 124 milyar

dolar olan net özel sermaye girişleri (Delice, 2002: 40 - 41), 1996 yılına gelindiğinde 227 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (bkz. Tablo 2.1).

1990'ların ilk yarısında özel sermaye akımlarındaki yükselişin önemli bir bölümü portföy yatırımları ve kısa vadeli ticari kredilerdeki artıştan kaynaklanmıştır. Toplam özel sermaye akımları içinde kısa vadeli ticari kredilerin payı 1991 yılında yüzde 45, portföy yatırımlarının payı yüzde 29 iken, 1992 yılında bu oranlar sırasıyla yüzde 27 ve 42 olarak gerçekleşmiş ve 1995 yılında ortaya çıkan Meksika Krizi'nin etkisiyle birlikte yüzde 28 ve 21 düzeyine gerilemiştir (Delice, 2002: 40). 1990'lı yılların ikinci yarısına gelindiğinde ise, gelişmekte olan ülkelere yönelik net özel sermaye girişlerinin düştüğü görülmektedir. 1995 Meksika Krizi ile başlayan bu düşüş, 1997 Asya Krizi'nin etkisiyle 2002 yılına kadar devam etmiştir. 1997 yılında 132 milyar dolar olan net özel sermaye girişleri 2001 yılında 42.7 milyar dolara gerilemiş ancak, bu tarihten itibaren tekrar yükselişe geçerek 2004 yılında 94 milyar dolara ulaşmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik net özel sermaye akımlarındaki bu düşüş temelde portföy yatırımları ve kısa-uzun vadeli bankacılık kredilerindeki düşüşle beraber, özellikle Asya Ülkeleri'ne giden net özel sermaye miktarındaki gerileme nedeniyle ortaya çıkmıştır (bkz. Tablo 2.1).

## **II.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Sermaye Akımlarını Belirleyen**

### **Temel Faktörler**

1970'li ve 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarının boyutları esasen birbirine yakın gerçekleşmiştir. Ancak her iki dönemdeki sermaye akımları arasındaki temel farklılık, sermaye akımlarını uyarayan etkenler ile bu etkenlere bağlı olarak sermaye akımlarının niteliğinde ortaya çıkan değişimlerdir. 1970'li yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını uyarayan temel etken, petro

dolarların devreye sokulması iken, 1990'lı yıllarda bu akımları uyaran temel etken, sermayenin arbitraj kazancı kovalaması olarak karşımıza çıkmaktadır (Berksoy - Saltoğlu, 1998: 2).

Sermaye akımlarını uyarıcı etkenler, sermaye akımlarının yapısını –yukarıda açıklandığı yönde- değiştirmiştir. Yani, 1970'li yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları daha çok resmi kaynaklı sermaye akımlarından ve doğrudan yatırımlardan oluşurken, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye akımları olarak önem kazanmıştır (Berksoy - Saltoğlu, 1998: 16).

1990'lı yıllarda, sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesini belirleyen temel faktörleri iki grupta incelemek mümkündür. Birinci grup, gelişmekte olan ülkelerin 1980'li yıllardan başlayarak kendi ulusal ekonomilerinde yaşanan değişimle ilgili faktörlerden oluşurken; ikinci grup faktörler, gelişmekte olan ülkelerin dışında, daha çok gelişmiş ülke ekonomilerindeki gelişmelerle ilgilidir (Berksoy - Saltoğlu, 1998: 25).

İlk grup faktörleri genel olarak, 'ülkeye özgü faktörler' olarak tanımlamak mümkündür. Bu faktörlerin temelini, 1980'li yıllardan başlayarak gelişmekte olan ülkelerin, içinde buldukları tasarruf açığını kapatmak üzere yabancı sermayeyi ülkelerine çekmek amacıyla uygulamaya başladıkları finansal serbestleşme politikalarına bağlı olarak ortaya çıkan yasal ve kurumsal düzenlemeler oluşturmaktadır. Bu tür düzenlemeler arasında, sermayeye yüksek getiri sağlamak amacıyla uygulanan yüksek faiz-düşük kur politikaları, sermayeye geri çıkış izni verilmesi, sermaye girişlerinden alınan vergilerin azaltılması ya da sıfıra indirilmesi gibi düzenlemeler sayılabilir. Bu düzenlemelere bağlı olarak, sermaye akımlarını belirleyen önemli bir etken olan 'sermayenin getiri oranı' nın, gelişmekte olan ülkelere özellikle, 1980'li yılların sonlarında, gelişmiş ülkelere nazaran çok daha yüksek boyutlara çıkması, bu ülkelere

yönelik sermaye akımlarının hacminin artmasında önemli bir rol oynamıştır (Taylor - Sarro, 1997: 454).

Bununla birlikte, uluslararası sermaye için, yüksek yatırım oranı, düşük enflasyon, kurdaki yavaş değişimler gibi özellikler önemli etkenler olarak ön plana çıkarken, kısa vadeli sermaye akımları ve portföy yatırımlarının daha ziyade faiz oranı ve borsa endeksi gibi finansal göstergelere duyarlılığının yüksek olduğu bilinmektedir (Mejia, 1999: 15).

İkinci grup faktörler 'dışsal faktörler' olarak tanımlanmaktadır. Bunlar temelde gelişmiş ülkelerin konjonktürel koşullarından kaynaklanmaktadır. Özellikle 1990'larda dünya faiz oranlarındaki düşüş, yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde çok önemli bir rol oynamıştır. Amerika, Japonya ve birçok Avrupa ülkesindeki durgunlukla birlikte faiz oranlarındaki düşüş, bu ülkelerdeki kârlılık olanaklarını daha az çekici kılmıştır (Mejia, 1999: 16).

1990'lı yılların başında özellikle ABD'de -kısa, orta ve uzun dönemli- faiz oranları önemli ölçüde düşmeye başlamış (Taylor - Sarro, 1997: 454) ve 1992 yılında, 1960'lardan bu yana en düşük seviyesine inmiştir. Aynı dönemlerde Latin Amerika ve Güneydoğu Asya ülkelerinde görece daha yüksek faiz oranlarının ortaya çıkması, bu ülkelere yönelik finansal sermaye akımlarının yükselmesinin temel nedenini oluşturmuştur. Diğer bir deyişle 1990'lı yıllarda ABD, Japonya ve Avrupa Ülkeleri'nde ortaya çıkan durgunluk, bu ülkelerde sermayenin kazanç olanaklarını önemli ölçüde olumsuz etkilemiş ve aynı dönemde gelişmekte olan ülkelerdeki kazanç olanaklarının, gelişmiş ülkelerdeki olanaklardan daha yüksek olması, sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olmuştur (Berksoy - Saltoğlu, 1998: 27).

1990'lı yıllarda sermaye akımları, hem gelişmekte olan ÷lkelerin ekonomik yapılarındaki değişmelerden kaynaklanan nedenlerle, hem de gelişmiş ÷lkelerdeki makroekonomik gelişmelerden etkilenererek gelişmekte olan ÷lkelere yönelmiştir. Ancak, buradaki temel etkenin, gelişmekte olan ÷lkelerdeki yapısal değişimler olduğunu söylemek mümkündür. Gelişmekte olan ÷lkelerin, ihtiyaç duydukları yabancı tasarrufları ÷lkelerine çekmek için gerekli her tür politikayı uygulamaya koymaları sonucu bu ÷lkelere yönelik yabancı sermaye girişleri daha önce gör÷lmemiş boyutlara ulaşmiştır. Temel ekonomik göstergelerle birlikte beklentilerin iyileşmesi, gelişmiş ÷lkelere nazaran faiz getirisinin yüksekliği gibi gelişmeler, sermaye akımlarının gelişmekte olan ÷lkelere yönelmesinde belirleyici etkenler olarak ön plana çıkmaktadır.

### **II.3. Uluslararası Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri**

Yukarıda anlatılan etkenlere bağlı olarak gelişmekte olan ÷lkelere yönelen uluslararası sermaye akımlarının, bu ÷lke ekonomileri üzerinde önemli etkiler ortaya çıkardığı yadsınamaz bir gerçektir. Uluslararası sermaye akımlarına açık gelişmekte olan ÷lke ekonomilerinin, bu tür sermaye akımlarından etkilendikleri tartışmasız bir gerçektir. Ulusal ekonomilerde ortaya çıkan makroekonomik gelişmeleri bu tür sermaye akımlarından bağımsız değerlendirmek mümkün değildir. Özellikle kısa vadeli sermaye akımları, ekonomik yapıları kırılgan ve istikrarsızlıkların süreklilik kazanmış olduğu gelişmekte olan ÷lke ekonomileri üzerinde çok daha önemli etkiler yaratabilmektedir. Bu tür sermaye akımlarının, finansal sistemleri zayıf olan ekonomiler üzerindeki etkileri daha güçlü olmakta, finansal dengeleri daha derinden sarsabilmekte ve bu dengesizlik reel kesimi de ciddi biçimde etkileyebilmektedir.



Aşağıda, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının, bu ülkelerdeki makroekonomik dengeler üzerindeki bu olası etkilerinin neler olabileceği incelenmektedir. İlk olarak, sermaye akımlarının yatırım, büyüme gibi reel göstergeler, ardından faiz oranı, döviz kuru, enflasyon oranı gibi parasal göstergeler ve son olarak da dış ticaret dengesi üzerindeki etkileri açıklanılmaya çalışılacaktır.

### **II.3.1. Sermaye Akımları ve Yatırımlar**

Kuramsal olarak, sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerin tasarruf-yatırım düzeyi üzerindeki etkileri konusunda bir görüş birliği bulunmamaktadır. Neoklasik finansal serbestleşme teorisi, yabancı sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkelerin tasarruf açığını gidereceğini ve finansal serbestleşmenin, hem ulusal hem de uluslararası alanda, kıt fonların dağılımını düzenleyeceğini söyler. Buna göre, sermayenin serbest hareket ettiği bir dünyada yatırılabılır fonlar, tasarrufların yüksek düzeylerde olduğu ülkelere, düşük olduğu ülkelere doğru akacaktır (Balkan vd., 2002: 2). Buna karşın, sermaye akımlarının, gelişmekte olan ülkelerdeki yurtiçi tasarruf-yatırım düzeyi üzerinde beklenildiği gibi olumlu etkiler yaratmayabileceği, dahası ortaya çıkacak etkinin olumsuz olabileceği de bu konuda öne sürülen görüşler arasındadır.

Bir ekonomide tasarrufları belirleyen unsurun o ekonomideki gelir seviyesi olduğu kabul edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerle ilgili genel kabul gören bir görüş, bu ülkelerde tasarruf hacmi düşük olduğu için yatırım düzeyinin düşük, yatırım düzeyi düşük olduğu için kişi başına gelirin düşük olduğu yönündedir. Buna göre, kişi başına düşen gelirin düşük olması, tasarruf hacminin düşük olması sonucunu doğurmakta ve gelişmekte olan ülkeler böyle bir kısır döngü içinde bulunmaktadır (Kar vd., 2004: 12).

Sermaye hareketliliğinin serbestliğini savunan görüş, bu noktadan yola çıkarak gelişmekte olan ülkelerin dış kaynak sağlamadan tasarruf hacmini yükseltmeyeceği ve kalkınamayacağını öne sürmekte, sermaye akımlarına serbesti getirilmesiyle birlikte ülkeye girecek yabancı sermayenin, ülkenin ihtiyaç duyduğu tasarruf açığını karşılayarak yatırımları ve ekonomik büyümeyi gerçekleştirebileceğini savunmaktadır. Buna göre, uluslararası sermaye piyasaları, tasarrufları en üretken alanlarda değerlendirecektir.

Edwards (2001)'de, sermaye akımlarının serbestliğinin, bir ülkenin ekonomik performansını artıracığı; bunun ya toplam yatırımların yabancı tasarruflar yoluyla artması ya da verimlilik ve üretkenlik artışı yoluyla gerçekleşeceği öne sürülmektedir. Yurtiçi sermaye miktarı yetersiz olan ülkeler, uluslararası sermaye piyasalarından kaynak bulmak yoluyla yatırımları ve dolayısıyla ekonomik büyümelerini gerçekleştirebileceklerdir (Yentürk, 2003: 74).

Ancak, dış finansman kaynaklarının yurtiçi tasarruf-yatırım düzeyi üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını savunan eleştirel görüşler de bulunmaktadır. Eleştirel görüşlerden bazıları sermaye akımlarının serbestleştirilmesinin tamamen karşısında iken, bazıları da serbestleşmenin biçim ve hızına yönelik olarak eleştirilerini sunmaktadırlar (Yentürk, 2003: 75). Sermaye akımlarının serbestleşmesinin tamamen karşısında olan ve serbestleşmenin gelişmekte olan ekonomilerdeki tasarruf-yatırım düzeyini olumsuz etkileyeceğini savunan eleştirel görüşler, bu ülkelerde finansal serbestleşme sonrası sermaye girişlerini yarattığı aşırı borç yükü nedeniyle ortaya çıkan yüksek faiz ödemelerinin, dışarıya kaynak transferine yol açarak yurtiçi tasarrufları azalttığı ve faiz oranlarındaki yükselişin reel yatırım kararlarını olumsuz etkilediği görüşünü temel almaktadırlar.

Bununla birlikte eleştirel görüşler, gelişmekte olan ülkelerde, finansal serbestleşme sonrası artan sermaye hareketliliği sonucunda, tüketim ve tüketim malları ithalatında ortaya çıkan artış ve hızla yaygınlaşan tüketici kredilerinin, sermaye akımlarının, ekonominin talep yönünde ortaya çıkardığı etkilerinin daha güçlü olduğunu gösterdiğini öne sürmektedirler (Özgen, 1998: 63). Buna göre, yabancı tasarruflar, genellikle tüketimi ve tüketim malları ithalatını finanse etmek amacıyla kullanılmaktadır. Bu nedenle yurtiçi kaynaklara ilave herhangi bir kaynağın yatırımları finanse etmekten ziyade tüketime gideceğini, böyle bir durumda özel ve kamu kesiminde tüketimi artıran dış kaynakların yurtiçi tasarruflarda herhangi bir artış yaratmayacağını öne sürmektedirler (Şimşek, 1997: 27, Aktaran, Kar vd., 2004: 13). Dolayısıyla, finansal serbestleşme sonrası artan sermaye hareketliliğinin yarattığı sermaye girişi ekonominin tasarruf-yatırım dengesi üzerinde olumlu etkiler ortaya çıkarmamaktadır. Dahası, aşırı dış borçlanmayla birlikte, yurtiçi tasarrufların bir bölümü faiz ödemeleri şeklinde yurtdışına çıkmakta ve yurtiçi tasarruf düzeyi düşmektedir. (Frenkel vd., 1993: Agosin, 1994: Yentürk, 1996: Aktaran, Yentürk, 2003: 105).

Ayrıca, sermaye girişleri ile birlikte ortaya çıkan yüksek reel faiz oranları reel yatırım kararları üzerinde -finansal yatırım kararları lehine- olumsuz etkiler yaratmakta, fonların reel yatırım alanlarından ziyade, yüksek faiz geliri sunan kısa dönemli finansal yatırım araçlarına yönelmesi sonucunu doğurmaktadır. Böyle bir ortamda sermaye girişlerinin yurtiçi yatırım düzeyi üzerinde ortaya çıkaracağı etki olumsuz olmaktadır. Böylece, yüksek reel faiz oranları, firmaların borçlanma maliyetlerini artırmakta ve böyle bir maliyet artışı yoluyla da reel yatırım kararları üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkarabilmektedir. Son olarak sermaye girişlerinin sürekliliği için gerekli olan yüksek reel

faiz oranları nedeniyle hükümetlerin, faiz oranlarını kullanarak politika üretme yeteneklerinin azaldığı da öne sürülmektedir (Yentürk, 2003: 79).

Bununla birlikte, sermaye girişlerinin yatırımlarla olan ilişkisinin, sermaye akımlarının kompozisyonuna, oynaklığına (volatilite) ve yerel yatırım şartlarına bağlı olarak değişebileceğini ifade eden görüşler de bulunmaktadır.

Portföy yatırımları, sermaye piyasalarında gerçekleştirilen kısa ve uzun dönemli menkul kıymet alım satım işlemlerinden oluşmakta, buna bağlı olarak sermaye piyasası aracılığıyla işletmelere ek finansman sağlama yoluyla yatırımlar üzerinde olumlu etkiler yaratabilmektedir. Ancak yine bu yatırımların da kısa vadeli ve spekülâtif niteliğe sahip olması durumunda yurtiçi yatırımlar üzerinde yaratacağı etki olumsuz olmaktadır. Uzun vadeli sermaye akımları ise kamuya verilen proje finansmanı ve makroekonomik dengelerin düzeltilmesine yönelik kredilerden oluşmakta, bu nedenle yurtiçi yatırımlar üzerinde yaratacağı etki kamunun kullanımına bağlı olarak değişmektedir (Kar - Kara, 2005: 98).

Son olarak kısa vadeli sermaye girişlerinin hem oynaklık düzeyinin yüksek olması nedeniyle ortaya çıkan istikrarsızlık ortamı, hem de yatırımların finansmanında kullanılmaması gibi nedenlerle yurtiçi yatırımlar üzerinde olumsuz etkiler yaratabileceği kabul edilmektedir (Kar vd., 2004: 17).

Görüldüğü gibi, sermaye hareketliliğinin, gelişmekte olan ülkelerdeki tasarruf-yatırım düzeyi üzerinde yaratacağı etki konusunda herhangi bir görüş birliği bulunmamaktadır. Sermaye akımlarının serbestisini savunan görüşler, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin, bu ülke ekonomilerindeki tasarruf-yatırım düzeyini yükseltebileceğini savunurken, eleştirel görüşlerin bir kısmı sermaye girişlerinin tamamen olumsuz etkiler yaratacağını, bir kısmı da ortaya çıkacak etkilerin sermaye akımlarının

türüne, oynaklığına ve sermaye girişlerinin hangi alanlarda kullanıldığı gibi etkenlere bağlı olarak şekilleneceğini öne sürmektedirler.

### **II.3.2. Sermaye Akımları ve Ekonomik Büyüme**

Sermaye girişlerinin, üretim artışları üzerinde olumlu etki yaratabilmesi için her şeyden önce, yatırımların -ve dolayısıyla büyümenin- kaynağı olan tasarrufların artması gerekmektedir. Daha önce değinildiği gibi, sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeyi destekleyeceği görüşü, bu akımların gelişmekte olan ülkelerdeki tasarruf açığını karşılamak yoluyla, yatırımların finansmanında kullanılacak fonların artması ve yatırım düzeyinin yükselmesi yoluyla ekonomik büyümenin gerçekleşeceğini savunmaktadır. Buna göre, bir ülkeye sermaye girişinin, ekonominin hem arz hem talep yönünde genişletici bir etki yaratacağı kabul edilmektedir. Bir diğer deyişle, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişi, bu ülkelerde yurtiçi tasarrufların elverdiği düzeyin üzerinde tüketim ve yatırım yapılabilmesini olanaklı kılacaktır. Bu şekilde yükselecek olan yatırım oranlarının sonucunda ise, yurtiçi kaynaklarla yakalanabilecek bir ekonomik büyüme oranının ötesine geçilerek ekonominin daha hızlı büyümesinin sağlanacağı öne sürülmektedir (Berksoy – Saltoğlu, 1998: 32).

Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin, ekonomik büyümeyi destekleyeceğini savunan görüşler, bu olumlu etkilerin sadece ekonomik büyümenin mutlak boyutu üzerinde ortaya çıkacak etki sayesinde değil, bununla birlikte yatırım ortamını etkileyen unsurları etkilemek yoluyla da ortaya çıkacağını savunmaktadırlar. Buna göre sermaye girişleri, kaynak tahsisinde etkinliğin sağlanması ve kaynak kullanımında verimliliğin artması gibi etkilerle de ekonomik büyümeyi hızlandırabilecektir (Berksoy – Saltoğlu, 1998: 32).

Sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını savunan görüşler ise, sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi zayıflatacak iki temel neden ileri sürmektedirler. Bunlardan ilki, sermaye hareketliliğindeki yüksek oynaklık (volatilité) ile ilgilidir. Sermaye akımlarındaki oynaklık ile yatırımlar ve dolayısıyla büyüme arasında negatif bir ilişki bulunmakta ve bu nedenle sermaye hareketliliğindeki yüksek oynaklık, sermaye girişlerindeki olumlu etkileri olumsuzla çevirebilmektedir. Sermaye girişlerine bağılı olarak yerli para değeri kazanmakta, bu ise devalüasyon beklentisi yaratarak yurtiçi yatırım düzeyinde dalgalanmalar ortaya çıkarmakta ve bu durumun ekonomik büyüme üzerindeki etkisi olumsuz olmaktadır. Sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi zayıflatıcı ikinci temel neden, sermaye girişlerini verimli alanlarda değerlendirecek kapasitenin yetersizliği ile ilgilidir. Gelişmekte olan ülkelerin hepsinde sermayenin marjinal verimliliğinin yüksek olmamasının, altyapı, beceriklilik ve politika eksikliğinin, ekonominin potansiyel verimliliğini düşüreceği ve buna bağılı olarak sermaye akımlarının etkinliğini sınırlayabileceği öne sürülmektedir (Kar vd., 2004; 101-102).

Ayrıca, gelişmekte olan ülkelere, sermaye girişlerinin büyük bir kısmının sermaye çıkışlarının finansmanında kullanılması, ihracat ve yatırımın finansmanında kullanılmaması, bu ülkelerin yabancı sermaye girişlerinden bekledikleri faydayı sağlayamayabileceği, sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratmayabileceği anlamına gelmektedir (Yentürk, 2003: 80).

Görüldüğü gibi sermaye akımlarının, gelişmekte olan ekonomilerin büyüme oranları üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını öne süren eleştirel görüşlerle birlikte, ortaya çıkacak etkilerin sermaye akımlarının türü ve diğeri pek çok etkene bağılı olarak değişeceğini öne süren görüşler de bulunmaktadır.

Sonuçta, gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye etkisi konusunda herhangi bir fikir birliği bulunmamaktadır. Ancak, sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde yaratacağı olumlu etkilerin, sermaye girişlerinin finansal yatırım alanları yerine reel yatırım alanlarına yönelmesi, sermaye girişlerinin yatırımların finansmanında kullanılması durumunda ortaya çıkacağı, bununla birlikte, oynaklığı yüksek sermaye girişlerinin reel dengeler üzerinde pek çok açıdan olumsuzluk yaratacağı genel kabul gören bir görüştür.

### **II.3.3. Sermaye Akımları ve Faiz Oranları**

Finansal serbestleşme ile birlikte faiz oranlarının sermaye akımlarının etkisine açık hale geldiği tartışmasız bir gerçektir. Kuramsal olarak sermaye akımlarının, gelişmekte olan ülkelerin fon ihtiyaçlarını karşılayarak, tasarruf arzını artırdığı, sabit fon talebi altında, tasarruf arzının artmasının faiz oranlarını düşüreceği öne sürülmektedir. Neoklasik finansal serbestleşme teorisine göre, sermaye girişi, para piyasalarında likiditeyi genişleterek, daha düşük faiz oranına neden olacaktır. Bu süreç ise, gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları, uluslararası faiz oranı düzeyine gelinceye kadar devam edecektir (İnandım, 2005: 30).

Ancak, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin, bu ülkelerdeki faiz oranlarını düşürmeyebileceği, aksine bu ülkelerde faiz oranlarının yükselebileceği de öne sürülmektedir. Buna göre, gelişmekte olan ülkelerde, sermaye girişlerinin faiz oranları üzerindeki etkisi, diğer etkenlerle de birleşerek ortaya çıkmaktadır. Çünkü yukarıda belirtildiği gibi, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları, tamamıyla tasarruf açığını finanse etmeye yönelmemekte, daha ziyade tüketimi artırmaya yönelmektedir.

Böyle bir ortamda, yurtiçi tasarruf arzı artmamakla birlikte, faiz oranlarında herhangi bir düşüş ortaya çıkmamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişi ile birlikte, faiz oranlarının düşmeyeceğine dair önemli bir neden de, gelişmekte olan ülkelerde devletin, yurtdışı fonları yurtiçine çekmek için yüksek faiz oranı politikası uygulaması konusundadır (Özgen, 1998: 66). Gelişmekte olan ülkeler, ihtiyaç duydukları yabancı sermayeyi çekebilmek amacıyla, yabancı sermayeye en yüksek getiriyi sağlamaya çalışmakta, bu durumda yüksek faiz oranları, yurtdışı tasarrufları çekebilmek için bir politika aracı olarak kullanılmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinin, özünde spekülasyon hareketlerinden etkilendiği ve bu durumun da faiz oranlarını yükselttiği düşünülmektedir (Akyüz, 1991, Aktaran, Yentürk, 2003: 77). Yani, aşırı spekülasyon sermaye girişi, yerleşiklerin, yurtiçi bankalarda döviz mevduat hesabı tutmalarına ve yabancı paraların ekonomideki öneminin artmasına neden olmaktadır. Yüksek para ikamesi ise, yerli paraya güvenin azaldığını göstermekte ve yüksek reel faiz oranlarının birincil sebebi olarak karşımıza çıkmaktadır (Yentürk, 2003: 77).

Sonuçta, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinin faiz oranları üzerinde ortaya çıkaracağı etkinin diğer pek çok etkenle birleşerek oluşacağını söylemek mümkündür. Teorik olarak, yabancı sermaye girişinin tasarruf arzını artıracığı ve bunun da faiz oranlarını düşüreceği düşünülse de, yabancı sermayenin spekülasyon yatırım alanlarına yönelmesi nedeniyle hükümetlerin yabancı tasarrufları ülkeye çekmek için yüksek faiz oranlarını bir politika aracı olarak kullanması, yabancı tasarrufların yurtiçi tasarruf düzeyine olumlu etkide bulunmaması –tüketim artışına yol açması- nedeniyle yurtiçi tasarruf arzının artmaması, yerleşiklerin döviz hesabı tutmaları ve bu şekilde ortaya çıkan



yüksek para ikamesi gibi nedenlerle yabancı sermaye girişlerinin faiz oranlarını artırması olası görünmektedir.

### **II.3.4. Sermaye Akımları ve Döviz Kuru**

Yabancı sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki etkisi döviz piyasasının niteliğine bağlı olarak değişmektedir. Sermaye girişinin yaşandığı ülkedeki döviz kuru rejiminin serbest dalgalı döviz kuru olması halinde, sermaye girişleri, döviz kurunda ulusal paranın değer kazanmasına neden olmakta, sabit kur rejiminin olduğu durumda ise, sermaye akımları doğrudan uluslararası rezervlerin artmasına yol açmaktadır (Yeldan, 1996: 50). Bu noktadan bakıldığında, serbest dalgalı döviz kuru uygulamakta olan gelişmekte olan ülkelerde, özellikle, kısa vadeli yabancı sermaye bolluğu, kısa vadeli bir döviz birikimi sağlamakta, bu durum ise ulusal paraların yabancı dövizler karşısında aşırı değer kazanmasına neden olmaktadır (Yeldan, 1996: 49-50).

Sermaye akımlarının, yatırım harcamalarından ziyade tüketimin finansmanına gittiği durumlarda, yurtiçi paraların değer kazanmasının daha olası hale geldiği de öne sürülmektedir (Balkan vd., 2002: 4). Bir diğer deyişle, sermaye girişlerinin -ticarete konu olan sektörlerdeki- yatırımların finansmanında kullanılması durumunda, bir sonraki dönemde bu sektörlerde üretilen malların ticareti ile birlikte ülkeye bir döviz girişi yaşanacak, bu durumda yurtiçi parada ortaya çıkmış olan değer kaybı giderilebilecektir.

Bunların yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının sürekliliğinin sağlanması için döviz kuruna yapılan müdahalelerle ülke içinde düşük döviz kuru devam ederken, yüksek reel faizlerle de sermaye akımlarının devamlılığının sağlanmaya çalışılması sonucu, düşük kur-yüksek reel faiz uygulaması ortaya çıkmaktadır. Ancak, yüksek reel faiz uygulaması ile parasal genişlemeye engel olmak aynı anda

mümkün olmadığından enflasyonist baskılarla karşılaşmakta ve sonuçta yerli para nominal olarak değer kaybına uğrarken, bu değer kaybı enflasyonun gerisinde kalacağı için yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazanmaktadır (Özgen, 1998: 68).

Görülmektedir ki, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri, bu ülkelerde yurtiçi paranın reel olarak değerlendirilmesine neden olmaktadır. Yerli paradaki değerlendirilme ise, ekonominin dış ticaret dengesi, yurtiçi talep düzeyi, enflasyon gibi pek çok gösterge üzerinde etkide bulunmakta, ekonominin pek çok sektörünü olumsuz etkilemektedir.

### **II.3.5. Sermaye Akımları ve Enflasyon**

Sermaye akımlarının enflasyon üzerindeki etkisi, büyük ölçüde ekonominin genel dengesi, parasal genişlemeler, yerli paranın değerlendirilmesi gibi olgulara ve maliye politikası uygulamalarına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır (Kar vd., 2004: 20).

Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin en önemli etkilerinden birisi yurtiçi paraların reel olarak değer kazanmasıdır. Böyle bir gelişmenin kısa dönemde enflasyonu bastırıcı bir etki ortaya çıkarabileceği öne sürülmektedir. Bu tür bir etki iki şekilde ortaya çıkabilir. İlk olarak, TÜFE içerisinde yer alan birtakım ithal malları fiyatlarının azalmasına bağlı olarak, iç talebin bir kısmının görece düşük fiyatlı ithal mallarına kayması beklenilebilir. İç talebin bir kısmının yurtdışı mallara kaymasıyla birlikte, yurtiçi talepte ortaya çıkacak azalma enflasyonu bastırıcı nitelikte olabilecektir. İkincisi ise, ithal hammadde ve yatırım malları fiyatlarının görece ucuzlamasıyla birlikte, girdi maliyetlerinde ortaya çıkacak bir düşüşün, yurtiçi arzı artırması yoluyla enflasyonu hafifletebileceği konusundadır (Kar vd., 2004: 19).

Ancak gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleriyle birlikte, ekonominin likidite seviyesinin etkileneceği ve bu durumun enflasyonu artırıcı yönde etki yaratacağını

öne süren görüşler de bulunmaktadır. Bu ülkelere sermaye girişleri ile birlikte bankaların tüketici kredilerindeki artış, yurtiçi tüketimin artmasında etkili olmakta ve enflasyonu artırıcı yönde bir etki ortaya çıkabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin -özellikle yüksek spekülâtif sermaye girişlerinin- enflasyon üzerinde yaratacağı etkinin, hükümetlerin yürüttükleri para politikalarına göre farklılık göstereceği söylenebilir (Yentürk, 2003: 108).

Sermaye girişlerinin olduğu gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun kontrol edilmesi iki şekilde mümkün olmaktadır. Bunlardan birisi, sermaye girişinin para arzındaki genişleme üzerindeki etkisinin sınırlandırılması, diğeri ise sermaye girişlerinin döviz kurları üzerindeki etkisinin sınırlandırılmasıdır (Özgen, 1998: 67). Sermaye girişlerinin parasal genişlemeye etkisinin sınırlandırılmasında en yaygın olarak kullanılan politika sterilizasyon politikasıdır. Merkez Bankası, açık piyasa işlemleri yoluyla menkul kıymet satar ve piyasadaki parayı çekerek parasal genişlemeyi önler. Sterilizasyonun ikinci ayağını ise, finansal piyasalarda, kaydi para yaratan bankacılık sektörünün denetim altına alınması oluşturmaktadır (Özgen, 1998: 67).

Gelişmekte olan ülkelerde, sözü edilen bu tür politikaların uygulanması durumunda sermaye girişlerindeki artışın, para arzında önemli büyümeler yaratmadığı, para arzındaki büyümenin ve paranın devir hızındaki değişimin genellikle sabit kaldığı görülmüştür. Ancak sterilizasyon politikalarından ya da sıkı para politikalarından uzaklaşılması durumunda, sermaye akımları parasal genişlemeye neden olmakta, bu likidite genişlemesinin finansal aktif talebine yansımaları ise, finansal aktiflerin fiyatlarının yükselmesine yol açarak enflasyonist baskıların artmasına neden olacaktır (Uzunoğlu vd., 1995: 70).

### II.3.6. Sermaye Akımları ve Dış Ticaret Dengesi

Sermaye akımlarının, ekonominin dış ticaret dengesi üzerindeki etkisi döviz kuru aracılığıyla ortaya çıkmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin döviz kurları üzerindeki etkisinin neler olabileceği incelenirken, ülke içine yabancı sermaye girişlerinin, yerli paraların reel olarak değer kazanmasına neden olduğu vurgulanmıştır. Yerli paraların yabancı paralar karşısında değer kazanmasının en büyük etkisinin ise, ithalatın artması ve buna bağlı olarak net ihracatın azalması yönünde oluşacağı söylenebilir. Sermaye girişleri sonucunda ortaya çıkan, yurtiçi paraların reel olarak değer kazanmasına bağlı olarak, bir yandan ihraç malları fiyatları uluslararası fiyatlara göre yükselmekte, diğer taraftan ithal malları fiyatları ucuzlamakta ve bu ucuzlamaya bağlı olarak yurtiçi talebin bir bölümünün yabancı mallara kaymasına bağlı olarak dış ticaret açıkları yükselmektedir (Kar vd., 2004: 19).

Bu noktadan bakıldığında, sermaye girişleri ile birlikte ortaya çıkan yerli paranın değer kazanması olgusunun, o ülke ekonomisinin uluslararası rekabet gücünü azaltmakla birlikte, ithalata olan bağımlılığını da artıracakını beklemek yanlış olmayacaktır (Calvo, 1994; Aktaran, Yentürk, 2003: 105). Bu noktada önem kazanan olgu, ithal mallarının bileşimi, yani yatırım malları ithali ya da tüketim malları ithalinin ne yönde değiştiği ile ilgili olarak ortaya çıkmaktadır. Yatırım malları ithalinin yükselmesi durumunda bir sonraki dönemde ekonomide arzın artması söz konusu olacağından ortaya çıkacak etki olumlu olabilecektir. Ancak tüketim malı ithalinin artması durumunda ortaya olumsuz bir etki çıkacaktır (Uzunoğlu vd., 1995: 66).

Bununla birlikte, özellikle spekülasyon sermaye girişleri ile gittikçe büyüyen dış ticaret açığı, devalüasyon beklentilerinin artmasına neden olmakta, reel yatırım kararlarının olumsuz etkilenmesi, buna bağlı olarak ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması, bankaların

yabancı para talebinin artması ile ilişkili olarak bankacılık kesimi sorunlarına neden olabilmektedir. Bu sonuçların ortaya çıkmasıyla birlikte, spekülâtif sermaye girişleri, ekonominin tüm sektörleri üzerinde bir dengesizliğe neden olabilecek, istikrarsızlıkların temel nedeni haline gelebilecektir (Yentürk - Çimenoğlu, 2003: 79-81).

Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının dış ticaret dengesi üzerinde olumlu etki yaratabilmesi için, sermaye girişlerinin büyük ölçüde ihracata yönelik yatırımları finanse etmesi gerekmektedir. Sermaye girişlerinin ihracata konu olmayan yatırımlara yönelmesi durumunda ise ülkenin döviz yaratma kapasitesinde bir daralma ortaya çıkacak, sermaye akımlarının dış ticaret dengesi üzerindeki etkisi olumsuz olacaktır (Özgen, 1998: 63).

#### **II.4. Sermaye Akımlarını Kontrol Etmeye Yönelik Politikalar**

Görülmektedir ki, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları, bu ülke ekonomileri üzerinde önemli etkiler ortaya çıkarmaktadır. Gelişmekte olan ülke finansal piyasalarının yeterince gelişmemiş olması ve bu ülkelerde mevcut makroekonomik yapının istikrarsızlığı gibi etkenler, bu ülkelerdeki makroekonomik gelişmelerin, sermaye akımlarının etkisine tamamiyle açık olması sonucunu doğurmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının, bu ülke ekonomileri üzerindeki etkileri konusunda bir görüş birliği bulunmamakla birlikte, özellikle kısa vadeli spekülâtif sermaye akımlarının, ani giriş-çıkışları ile bu ülke ekonomileri üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkardığı tüm çevreler tarafından kabul edilen bir gerçektir.

1990 sonrasında, özellikle finansal sermaye akımlarının yoğun olarak yöneldiği pekçok gelişmekte olan ülkede yaşanan finansal krizler (1994 Türkiye ve Meksika, 1997 Asya, 1998 Rusya, 1999 Brezilya ve 2001 Türkiye ve Arjantin krizi), uluslararası sermaye

akımlarının, gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde ortaya çıkardığı olumsuz etkilerin yoğun olarak tartişılmaya başlanılmasına neden olmuştur.

Ortaya çıkan bu olumsuz etkiler, bu ülkelerin sermaye akımlarından bekleedikleri faydayı sağlayamadıkları, sermaye akımlarından beklenen olumlu etkilerin tersine dönerek, finansal istikrarsızlıkların ve bunun ardından gelen krizlerin temel nedeni olduğu görüşünün önem kazanmasına neden olmuştur. Makroekonomik istikrarın henüz sağlanamamış olduğu gelişmekte olan ülkelerde, sermaye giriş-çıkışlarındaki dalgalanmalar, bu ülkelerdeki istikrarsızlıkları artırmakta, daha önemlisi herhangi bir güvensizlik ortamında sermaye girişlerinin aniden tersine dönmesi, yaşanan istikrarsızlık ortamının ağır bir krizle son bulmasına yol açmaktadır.

Bu nedenle, gelişmekte olan pek çok ülkede ortaya çıkan finansal krizler sonrasında, özellikle kısa vadeli spekülatif sermaye giriş-çıkışlarının kontrolü, sermaye akımlarının serbestisini savunan çevreler tarafından bile gerekli görülmeye başlanılmıştır. Bu bölümde, gelişmekte olan ülkelerde, sermaye akımlarının istikrarsızlık yaratıcı olumsuz etkilerinin hafifletilebilmesi için kullanılabilecek çeşitli politikalar kısaca açıklanılmaya çalışılacaktır.

Sermaye kontrolleri, yerleşik ve yerleşik olmayanlar tarafından gerçekleştirilen sermaye işlemleri üzerine getirilen kısıtlama ve düzenlemeler olarak tanımlanabilir. Sermaye akımlarının kontrolü, sadece sermaye girişlerinin kontrol edilmesi ya da sadece sermaye çıkışlarının kontrol edilmesine yönelik olabileceği gibi, her ikisinin de kontrolünü sağlamaya yönelik olabilmektedir.

Uluslararası sermaye kontrolleri, ilk olarak Birinci Dünya Savaşı döneminde, savaş harcamalarını finanse etmek amacıyla kullanılmıştır. Savaş sonrası dönemde bu kontroller uygulamadan kaldırılmıştır. 1929 Dünya ekonomik bunalımı, savaş borçları ve

dış ödeme dengesizlikleri uluslararası finansal piyasalara güveni sarsmış, bu nedenle uluslararası finansal işlemlerde sermaye kontrollerine yönelik politikalara daha fazla başvurulmaya başlanılmıştır (Esen, 1997: 33). Bu gelişmelerle başlayan sermaye kontrolleri, Bretton Woods Anlaşması'ndan 1970'lerin sonlarına kadar uygulanmış, 1980'le birlikte ortaya çıkan finansal serbestleşme ve deregülasyon kavramları ışığında yavaş yavaş kaldırılmıştır (Delice, 2002: 28).

Yakın geçmişe baktığımızda, uluslararası finansal piyasalarda hızlı bir biçimde hareket eden spekülasyon sermayenin kontrol edilmesine yönelik ilk girişimlerin Asya krizi sonrasında ortaya çıktığı görülmektedir. Asya Krizi'ni takiben yaşanan Rusya, Brezilya, Türkiye ve Arjantin krizleri ise, spekülasyon sermayenin kontrol edilmesine yönelik çabaları daha da artırmıştır (İnsel – Sungur, 2003: 6).

Uluslararası sermayenin serbestçe girip çıkabildiği ekonomilerde döviz kurları, faiz oranları, enflasyon oranları gibi parasal göstergelerde oynaklığın artması, reel üretim kesimlerinin bu tür hareketlerden olumsuz etkilenmesi, ani sermaye çıkışlarının finansal krizlere neden olması gibi sorunlar, gelişmekte olan ülkeleri sermaye kontrollerine başvurmaya zorlamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin sermaye kontrollerine başvurma nedenleri konusunda Mathieson ve Rojas-Suarez (1994)' ün yaptıkları çalışmalara göre, sermaye kontrollerinin nedenleri şu şekilde sınıflandırılabilir:

- Döviz Piyasalarında İstikrarın Sağlanması: Finansal piyasalardaki aşırı dalgalanmalar, döviz kurlarında beklenmeyen değişikliklere yol açabilmekte ve reel ekonomi bu durumdan olumsuz etkilenmektedir. Bu noktada, spekülasyon sermaye akımlarının kontrolüne yönelik politikaların, finansal piyasalarda istikrar sağlayıcı olacağı düşünülmektedir.

- Sermaye Kaçışının Önlenmesi: Yurtiçi tasarrufların dışarıya çıkmasının önlenmesi ve bu tasarrufların yurtiçi yatırımların finansmanında kullanılmasının sağlanması için sermaye kontrollerine başvurmak gerekli görülmektedir.
- Kamu Gelirlerinin Artırılması: Sermaye kontrolleri aracılığı ile hükümetlerin, finansal aktifleri daha etkin vergileme olanağı elde edileceği düşünülmekte ve bununla birlikte, etkin sermaye kontrollerinin, yurtiçi aktiflere olan talebi artırması sonucu hükümetlerin daha fazla gelir elde etme imkanının oluşacağı düşünülmektedir.
- Gelir Dağılımı İle İlgili Sorunlar: Sermaye akımlarının kontrolünü sağlamaya yönelik politikaların büyük kısmı, servet üzerinden alınan örtük bir vergidir ve gelirin, reel sektöre yeniden dağılımını sağlamaktadır (Esen, 1997: 38-39).

Neoklasik teori, piyasaların mükemmel işlediği ve sermaye piyasalarında belirsizlik ve istikrarsızlığın olmaması gibi varsayımları benimsediğinden, piyasalara yapılacak her türlü müdahalenin refah azaltıcı yönde etki ortaya çıkaracağını öne sürmektedir (Vergil, 2002: 21). Bu nedenle sermaye akımlarına yapılacak herhangi bir müdahalenin, yani sermaye akımlarının kontrolüne yönelik uygulanacak politikaların büyüme ve refah azaltıcı olduğunu savunmaktadır.

Sermaye kontrolleri konusundaki Keynezyen analizler ise, temel olarak sermaye kontrollerinin, yatırımları artıracığı ve politikaların uygulanmasında finansal açıklıktan kaynaklanan sorunları engellemek yoluyla faydalı olacağını öne sürmektedirler. Bunlara göre kapasite kullanımını artıran ve yüksek büyüme hızını kolaylaştıran genişlemeci politikaların, sermaye kontrolleri ile bir arada uygulanması durumunda yatırımlar ya düşük yurtiçi faiz oranları ile ya da yüksek yurtiçi talep ile teşvik edilecektir (Vergil, 2002: 22).



Sermaye kontrolüne sıcak bakan görüşler; piyasalarda ücret-fiyat katılığı, uluslararası finansal piyasaların etkin işlememesi gibi nedenlerle ve piyasaların aksadığı durumlarda sermaye akımlarına yapılacak müdahalelerin ekonomiler açısından faydalı olacağını savunmaktadırlar. ‘İkinci en iyi teori’ olarak adlandırılan teoriye göre, piyasa aksaklıklarının herhangi bir şekilde düzeltilemediği durumlarda, bu aksaklıkları gidermek için konulacak vergiler ya da miktarsal sınırlamalar ekonomik refahı artırıcı yönde etki ortaya çıkaracaktır (Vergil, 2002: 22).

Gelişmekte olan ülkelerde, yüksek spekülâtif sermaye girişleri nedeniyle ortaya çıkan istikrarsızlık unsurlarını önlemeye yönelik olarak uygulanan uluslararası sermaye akımlarını kontrol etmeye yönelik politikalar, doğrudan ve dolaylı kontroller olmak üzere iki grupta toplanmaktadır. Burada doğrudan kontroller, sermayenin ülkeye giriş çıkışının direkt olarak yasaklanması, ülkeye giren sermaye miktarı üzerine sınırlamalar getirilmesi gibi önlemleri içerirken, dolaylı kontroller ülkeye giriş çıkış yapan sermayenin türü ve miktarını dolaylı yollardan etkilemeye yönelik uygulamaları içermektedir.

#### **II.4.1. Dolaylı Kontroller**

Sermaye akımlarının kontrolüne yönelik politikaların bazıları, sermaye akımlarının türü ve miktarını direkt olarak etkilemeye değil, dolaylı yollardan etkilemeye yönelik politikalardan oluşmaktadır. Bu tür kontroller, sermaye işlemlerinin maliyetini artırmak yoluyla sermaye akımlarının miktarını düşürmeye yönelik uygulamaları içerir.

Dolaylı kontrollerde, finansal işlemler yasaklanmamakta ancak, izne tabi tutulmakta veya diğer sınırlandırmalara tabi tutulmaktadır. Bununla birlikte, finansal işlemlere belirli bir maliyet unsuru eklenmekte ya da söz konusu finansal işlemler bu maliyetten muaf tutulmaktadır (Taş, 2001: 74).

Sermaye akımlarını dolaylı olarak kontrol etmeye yönelik politikaların en önemlileri, merkez bankalarının döviz piyasalarına müdahaleleri, yabancı sermayeye ekstra karşılık oranları politikası, sermaye işlemlerinin ve döviz piyasası işlemlerinin vergilemeye tabi tutulması ile bankacılık dışı kesimin dış kredilerine zorunlu karşılık uygulanması politikalarıdır. Aşağıda, bu dolaylı kontrol yöntemleri kısaca açıklanılmaya çalışılacaktır.

#### **II.4.1.1. Merkez Bankasının Döviz Piyasasına Müdahaleleri**

Merkez bankasının döviz piyasasına müdahale etmesi ile, 'kur riski' nden korunmak amaçlanmaktadır. Burada, döviz kuruna yapılacak müdahalelerle, döviz kurunda ortaya çıkacak ani değişmelerin, ekonomileri olumsuz yönde etkilemesinin önüne geçilmesi hedeflenmektedir.

Döviz kurundaki değişmeler, hem kısa hem de uzun vadede, yurtiçi ve yurtdışında önce fiyat, sonra miktar değişmesi şeklinde olmak üzere ulusal ekonomileri ve hedef politika değişkenlerini etkilemektedir. Yerli parada ortaya çıkan dalgalanmalar, ithal ve ihraç mallarının önce fiyatını sonra da miktarını etkilemekte, bu nedenle merkez bankaları yapacakları müdahale ile döviz piyasalarındaki dalgalanmaları önlemeyi hedeflemektedirler. Döviz piyasalarına müdahalenin bir başka gerekçesi ise, para miktarının yönlendirilmesi gerekliliğidir. Kur değişmelerinin ülke içindeki para miktarını etkilemesi durumunda Merkez Bankası, açık piyasa işlemleri yoluyla sterilizasyona giderek döviz kuruna müdahalede bulunabilmektedir. Son olarak, döviz kuruna yapılacak müdahalelerle, döviz kurunda ortaya çıkacak değişmelerin, dış ticaretle uğraşan birimlerin ödemelerinde ortaya çıkaracağı zararın azaltılması hedeflenilmektedir. Dış ticaret şirketleri, işlemleri belirli bir hesap üzerinden yürütmeye çalışırlar ve döviz kurunda ortaya çıkabilecek değişmelere karşı da kur garantisi sağlayan sözleşmeler kullanırlar. Bu işlemler

sırasında kur garantisine yönelik giderler ise, maliyeti artırıcı bir etki yaratmakta ve işletmelerin gelirini azaltıcı etkiler ortaya çıkarmaktadır. Sonuçta kapasite daralması, kapanmalar ve işsizlik gibi olumsuz etkiler ortaya çıkmaktadır (Taş, 2001: 75-76). Merkez bankasının döviz kuruna yapacağı müdahalelerle bu tür olumsuzlukların önüne geçilmesi amaçlanmaktadır.

Döviz kuruna müdahaleler 'steril' ve 'steril olamayan' müdahaleler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Steril müdahalede, Merkez Bankası piyasada döviz satmakta ya da almakta, karşılığında finansal aktif almakta ya da satmaktadır. Ancak steril müdahale sonucu döviz kurunun etkilenmesi, yerli ve yabancı faiz getirili aktiflerin nispi gelirlerinin etkilenmesine, kur değişikliği beklentileri ve yatırım alternatiflerinin gelir beklentilerinin değişmesine bağlı olacaktır. Müdahalelerin açık piyasa işlemleri ya da munzam karşılıklar aracılığıyla düzenlenmesi sonucunda ise yurtiçi para arzı korunacak, müdahaleler sonucu cari işlemler dengesi etkilenmeyecektir (Taş, 2001: 76-77).

Steril olmayan müdahalelerde ise, kur etkilenmekte fakat müdahalelerin farklı enflasyon ve kur beklentilerine yol açması yurtiçi talepte istikrarsızlıklar ortaya çıkarabilmektedir. Böyle bir müdahalenin yurtiçi para arzı üzerinde yaratacağı etkiler, - ekonomik hacim, ulusal ve yabancı finansal aktiflerin ikame edilebilirliği, merkez bankası davranışlarının piyasa aktörleri üzerindeki etkileri gibi koşullar göz önüne alınarak- açık piyasa işlemleri ile giderilmeye çalışılır (Taş, 2001: 76).

#### **II.4.1.2. Yabancı Sermayeye Ekstra Karşılık Oranları Politikası**

Böyle bir politika, yabancı mevduat miktarının, faizsiz ya da düşük faizli zorunlu karşılığa tabi olması durumunu ifade etmektedir (Yılmaz, 2001: 188). Bankacılık kesimine sermaye girişleri için özel rezerv karşılık oranları getirilmesi yoluyla, bankaların

döviz yükümlülüklerinin sınırlandırılması sağlanır (Esen, 1997: 42). Böyle bir müdahale aracının kullanılması durumunda, mevcut mevduat miktarı ve bu mevduat miktarındaki olası artışlar kontrol edilmekte ve yabancı likidite artışı etkilenmemektedir (Taş, 2001: 77). Sonuçta, bu yolla yurtdışından borçlanmanın maliyetinin yükseltilmesi ve ülkeye girecek sermaye miktarının etkilenmesi hedeflenmektedir (Esen, 1997: 42).

#### **II.4.1.3. Sermaye İşlemlerinin ve Gelirlerinin Vergilendirilmesi**

Bu uygulama, sermaye giriş ve çıkışları üzerine ayrı ayrı vergiler konulması ya da borsa işlemlerinin vergilendirilmesi yoluyla sermaye akımlarının kısıtlanılmaya çalışılması durumunu ifade etmektedir. Böyle bir uygulama, finansal işlemleri vergilendirilecek yerleşiklerin yabancı finansal aktif, yerleşik olmayanların yerli finansal aktif tutmalarının maliyetini artırmak yoluyla getirisini sınırlamak ve böylece bu tür yatırımların caydırılmasını hedeflemektedir (Duman, 2004).

Sermaye girişlerinin vergilendirilmesi durumunda, faiz gelirleri kaynağında vergilendirilmektedir. Burada, sermaye girişlerinin vergilendirilmesi yoluyla sermaye akımları, net gelirlerin azalması ve sermaye girişi yapacaklar için bu işlemin cazip olmaktan çıkarılması şeklinde, dolaylı yoldan etkilenmeye çalışılmaktadır. Sermaye çıkışlarının vergilendirilmesi uygulaması ise, kısıtlayıcı etkiyi doğuran unsur, söz konusu menkul değerlerin elde tutulma süresiyle paralel olarak vergi oranının artırılması şeklinde gerçekleşmektedir. Son olarak, borsa işlemlerinin vergilendirilmesi uygulamasıyla, kısa vadeli yatırımlarda gelir kaybı yaratılmak yoluyla sermaye akımlarının kısıtlanması hedeflenilmektedir (Taş, 2001: 78).

Yabancı sermaye işlemlerinin vergilendirilmesinin spekülasyonu engelleyici etkisi, verginin yıllık kümülatif maliyetinin hesaplanması yoluyla bulunmaktadır. Buna

göre, örneğin, her gün işlem yapılması durumunda, yüzde 1 oranında bir işlem vergisinin yıllık maliyeti, yüzde 8000'lere yaklaşmakta, haftalık işlemlerde bu maliyet yıllık yüzde 180'i, aylık işlemlerde ise yıllık maliyet yüzde 27'yi bulmaktadır. Yabancı paralar üzerine konulacak böyle bir vergi, sadece sermaye girişleri ya da sadece sermaye çıkışları üzerine konulabileceği gibi, bütün finansal işlemler dahil olmak üzere, genel bir 'finansal işlemler vergisi' şeklinde uygulanması da mümkün olmaktadır (Yılmaz, 2005: 188-190).

#### **II.4.1.4. Döviz Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi**

Sermaye akımlarının kontrol altına alınması amacıyla uygulanabilecek bir diğer dolaylı politika aracı döviz piyasası işlemlerinin vergilendirilmesidir. James Tobin 1972 yılında, spekülasyon amaçlı uluslararası sermaye akımlarının giderek artmasının neden olduğu finansal ve ekonomik dalgalanmaları önlemek için dünya çapında uygulanacak bir döviz işlemleri vergisi önerisinde bulunmuştur (Arıkboğa, 2001).

Tobin, Bretton Woods sonrası dönemde, spekülasyon amaçlı döviz alım satım işlemlerinin kur dalgalanmalarına neden olması sonucu, "fazla yağlanan uluslararası spekülasyon çarkının dişlileri arasına biraz kum serpilmesi" olarak özetlediği döviz işlemlerinin vergilendirilmesi düşüncesini öne sürmüştür (Yılmaz, 2005: 182). Tobin, döviz piyasasında yapılan kısa vadeli ve spekülasyon amaçlı işlemlerin düşük oranlı bir vergi ile vergilendirilerek, döviz kurlarındaki akışkanlığın azaltılacağını, bununla birlikte uluslararası alanda kullanılacak bir kaynak elde edileceğini ve ülkelerin elde etmiş oldukları kaynaklar ile daha fazla otonomiye sahip olabileceklerini öne sürmüştür (Gökbel, 2002).

Tobin vergisi, spot döviz alım işlemleri üzerine getirilen sabit fakat, düşük oranlı ad valorem bir vergi türüdür. Tobin ilk çalışmalarında vergi oranının yüzde 0,1 ile

yüzde 0,5 arasında olmasını önermiş, ancak daha sonra oranın yüzde 1'e kadar çıkabileceğini belirtmiştir. En sonunda ise vergi oranının yüzde 0,2 düzeyinde olması gerektiğini ifade etmiş, bu konuda çalışmalar yapan diğer iktisatçılar tarafından ise yüzde 0,01 ile yüzde 1 arasında değişen oranlar önerilmiştir (Yılmaz, 2001: 183-190).

Bu öneriye göre, örneğin yüzde 0,1'lik bir vergi, her türlü döviz işlemini vergilendireceği için, her bir ulusal para cinsinden yatırım yüzde 0,2'lik bir vergi yükümlülüğü altına girecektir (Taş, 2001: 80). Böyle bir vergileme, uzun vadeli yatırımlar için yapılacak işlemlerde, toplam proje maliyeti içinde ihmal edilebilecek kadar küçük oranda ek bir maliyet getirecek, buna karşılık kısa dönemli işlemler için çok önemli maliyetlere neden olacaktır (Yılmaz, 2001: 183).

'International Bank of Settlement' a göre döviz piyasasında yapılan işlemlerin % 80 i yedi gün ve daha kısa, % 40 ı ise iki gün ve daha kısa vadeli işlemlerden oluşmaktadır. Tobin, para piyasalarında uluslararası faiz oranı arbitrajının ulusal hükümet ve merkez bankalarının kapasitelerinin üzerinde arttığını ifade ederek bu işlemlere % 0,2 vergi uygulanması durumunda işlem her gün yapılıyorsa % 48, her hafta yapılıyorsa % 10 ve her ay yapılıyorsa % 2.4 lik bir maliyet olacağını ifade etmiştir (Gökbel, 2002). Bununla birlikte, böyle bir vergilemenin, uzun vadeli döviz işlemleri üzerindeki etkisi ise oldukça sınırlı kalacaktır. Örneğin, 10 yıllık bir yatırım vadesi düşünüldüğünde, yüzde 0,1 oranındaki bir Tobin Vergisi'nin yıllık sermaye maliyeti üzerindeki etkisi yalnızca yüzde 0,02 olacaktır (Yılmaz, 2001: 196).

Görülmektedir ki, böyle bir uygulamada, döviz piyasalarında yapılan işlemlerin maliyeti, bu işlemlerin yapılma sıklığıyla paralel olarak yükselmektedir. Buna bağlı olarak, döviz işlemleri aracılığıyla yapılacak kısa vadeli spekülasyon hareketlerinin maliyeti yükselecek ve bu durum spekülasyon işlemleri caydırıcı etki yaratabilecektir. Verginin etkisi

uzun vadeli akımlar için daha düşük olacağından, uzun vadeli işlemler böyle bir vergilemeden çok fazla etkilenmeyeceklerdir.

Uygulamada Tobin Vergisi'nin şu amaçlara hizmet edeceği beklenilmektedir (Yılmaz, 2001: 183-184):

- Döviz kuru üzerinde istikrarsızlık yaratıcı etkisi olan kısa vadeli spekülasyon işlemlerin, toplam işlemler içindeki payının azalması sonucu döviz kuru dalgalanmalarının azalması ve buna bağlı olarak reel mal ve hizmet ticareti için gerekli finansal ortamın rahatlaması,
- Ulusal döviz kuru spekülasyon baskı altında olan ülkelerde, yerli paranın değerinin korunması için kısa vadeli faiz oranlarının yükseltmek zorunda kalınmasıyla birlikte, kısa vadeli faiz oranlarındaki yükselme, ekonomilerin büyümesi ve istihdam düzeyi üzerinde olumsuz etkiler yaratmakta, bunun telafi edilmeye çalışıldığı durumlarda ise daha yüksek maliyetlere katlanmak gerekmektedir. Bu noktada Tobin Vergisi'nin ekonomiler arasında bir 'mali sigorta' işlevi görmesi beklenilmektedir,
- Son olarak, Tobin Vergisi'nin, öncelikli hedeflerinden birisi olmasa da, önemli büyüklükte bir vergi hasılatı sağlayacağı beklenilmektedir

Bununla birlikte, Tobin Vergisi'ni birçok açıdan eleştiren iktisatçılar da bulunmaktadır. Bu iktisatçılar, piyasalarda kısa vadeli işlem yapanları spekülasyonörler olarak değil, piyasanın ihtiyacı olduğu zamanlarda alım satım yapan uzmanlar olarak tanımlamaktadırlar. Tobin Vergisi'ne eleştirel yaklaşanlar ayrıca, vergi kaçakçılığı nedeniyle Tobin Vergisi'nin uygulanamayacağını, bu verginin dünyanın her tarafında uygulanmaması durumunda, finansal piyasalarda işlem yapanların işlemlerini diğer finansal araçlara ya da bölgelere kaydırabileceğini öne sürmektedirler. Ayrıca, kamu ya da

özel kurum olmasına bağlı olarak işlem yapan kurumlar dikkate alındığında, hangi kurumların vergiden muaf tutulacağını belirlemenin kolay olmadığını, finansal işlemler arasında istenir işlemlerle istenmeyen işlemleri ayırmanın kolay olmadığını ve yüksek bir vergi oranı belirlenmesi durumunda aşırı vergi kaçakçılığının ortaya çıkacağını da öne sürmektedirler (Gökbel, 2002).

#### **II.4.1.5. Bankacılık Dışı Kesimin Dış Kredilerine Zorunlu Karşılık Uygulaması**

Sermaye akımlarının kontrolünü sağlamaya yönelik bir başka dolaylı müdahale yöntemi bankacılık dışı kesimin yurtdışından aldığı kredilere zorunlu karşılık uygulamasıdır. Burada da, bankacılık dışı kesimin sermaye girişlerinin belli bir miktarının zorunlu karşılık olarak ayrılması yoluyla sermaye ithalinin maliyetinin yükseltilmesi ve bu yolla likiditenin sınırlanması amaçlanmaktadır.

Bu uygulama, ulusal düzeyde bankalara getirilen rezerv zorunluluğunun, ülke içinde gerçekleştirilen sermaye işlemlerine uygulanması şeklinde gerçekleşen bir uygulamadır. Uygulama ile, sermaye ithalindeki net faiz avantajını azaltmak, ulusal paranın satınalma gücünü azaltmak, enflasyonist gelişmelerin önüne geçmek, ödemeler bilançosu, döviz bilançosu ve dış ticaret bilançosu denkliklerinin sağlanması hedeflenmektedir (Taş, 2001: 82).

#### **II.4.2. Doğrudan Kontroller**

Doğrudan kontroller olarak ifade edilen kontrol türleri ise, sermaye akımlarının türü ve miktarını doğrudan etkilemeye yönelik olarak uygulamaya konulan politikalardan oluşmaktadır.



Doğrudan kontroller; sermayenin doğrudan yasaklanması, sermaye akımları için izin alma, sermayenin miktarı üzerine limitler koyma gibi uygulamalar aracılığıyla gerçekleşmekte ve yaptırım gücünün, dolaylı kontrollere göre çok daha keskin ve güçlü olduğu düşünülmektedir.

#### **II.4.2.1. Bazı İşlemlerin Yasaklanması Veya İzne Tabi Olması**

Böyle bir uygulama, sermaye piyasası araçlarının yabancılar tarafından satın alınmasının izne tabi tutulması ve yabancılarla ait menkul kıymetlerin yerleşikler tarafından satın alınmasının yasaklanması ya da faiz gelirlerinin vergilendirilmesi yoluyla gerçekleşmektedir (Taş, 2001: 82-83).

Uygulamada kullanılan araçlar arasında, dışarıdan borçlanma, diğer kredi türlerinin temini, sermaye girişi ile ilgili ödeme şartlarının öne alınması veya yurtiçine ödemelerin ertelenmesi gibi konuların izne tabi tutulması yer almaktadır. Bununla birlikte, yurtiçi bankalardaki yabancılarla ait mevduatlara faiz uygulaması da izne tabi tutulmaktadır. Bu uygulamalarla, faize duyarlı sermaye girişi engellenmeye çalışılmaktadır (Taş, 2001: 83).

#### **II.4.2.2. Bankaların Dış Pozisyon Yönetimine İlişkin Önlemler**

Bu tür bir uygulama ile bankaların yurtdışı alacak ve borçlarının kontrol altına alınması yoluyla sermaye akımları kontrol edilmeye çalışılmaktadır. Bu uygulamada, işlem hacmi veri alınarak, bankaların net pozisyonlarının belirli bir düzeyde sabitlenmesine bağlı olarak bankaların, kredi pozisyonlarından kendi hesaplarına sermaye ithal ve ihracı önlenmiş olacaktır (Taş, 2001: 83).

Net dış pozisyonun sabitlenmesiyle, kısa ve uzun vadeli işlemlerin kontrolü hedeflenmekte ve bankaların merkez bankasına karşı spekülasyon ve faiz arbitrajına yönelmeleri engellenmeye çalışılmaktadır. Sonuçta, faiz oranlarında herhangi bir değişiklik olması durumunda bile merkez bankası döviz rezervlerinde ve iç likiditede bir değişiklik ortaya çıkmamaktadır (Taş, 2001: 83).

#### **II.4.2.3. Çoklu Döviz Kuru Uygulaması**

İkili ya da çoklu döviz kuru uygulaması olarak tanımlanan uygulamada, ticari işlemler ve sermaye işlemleri için ayrı döviz kurları öngörülmektedir. Burada, ticari işlemler için kullanılan kurun istikrarının sağlanması hedeflenirken, sermaye işlemleri için kullanılan kur dalgalanmaya bırakılmaktadır (Esen, 1997: 41). Böyle bir uygulama sonucunda, sermaye giriş-çıkışları yerli paranın değerinde değişmelere neden olsa bile, bu durum ticaretle uğraşan kesimi etkilemeyecektir (Taş, 2001: 86).

Bunun yanı sıra, böyle bir uygulamada genellikle para otoriteleri, yüksek kısa vadeli faiz oranlarının, yerleşikler için büyük yük oluşturduğu durumlarda, finansal kuruluşların spekülatif amaçlı kredi vermesinin önüne geçerek yerli para piyasasını bölümlere ayırır. Temelde ikili piyasa, yerli para cinsinden kısa pozisyonda kalmak için yerli kredi ihtiyacı olan spekülatörlerin maliyetini yükseltmekte, spekülatif olmayan kredi talebinin ise normal piyasa oranlarından karşılanmasına yol açmaktadır (Duman, 2004).

### **III. BÖLÜM: ULUSLARARASI KISA VADELİ SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

1980’li yıllarda, dünyada yaşanan finansal serbestleşme sürecine paralel olarak, Türkiye ekonomisi de finans piyasalarında serbestleşmeye yönelik politikaları uygulamaya koymuştur. 1980 Sonrası ekonomide ortaya çıkan bu serbestleşme sürecini 1980/1989 ve 1989 sonrası olmak üzere iki evrede incelemek mümkündür. Türkiye ekonomisinde yaşanan bu serbestleşme sürecinde, ekonomiye önemli boyutlarda finansal sermaye girişi yaşanmış ve bu sermaye girişleri ekonomik yapıda da önemli etkiler ortaya çıkarmıştır.

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye ekonomisinde 1980’li yıllarda ortaya çıkan bu serbestleşme süreci kısaca incelenecek, tam finansal serbestleşme ile birlikte ekonomiye giriş-çıkışı yoğunluk kazanan kısa vadeli sermaye akımlarının, ülke ekonomisi üzerindeki olumlu ve olumsuz etkileri ele alınmaya çalışılacaktır. Türkiye ekonomisinde kısa vadeli sermaye akımlarının makroekonomik yapıda ortaya çıkardığı etkiler, çalışmanın son kısmında kurulacak bir ekonometrik model çerçevesinde irdelenecek ve ilgili çözüm önerileri bu bağlamda sunulacaktır.

#### **III.1. Türkiye Ekonomisi’nde Finansal Serbestleşme Süreci**

Türkiye ekonomisinde dışa açılma ve serbestleşme süreci, 1970’lerin sonunda ortaya çıkan ödemeler dengesi problemleri ve borç krizinin ardından alınan 24 Ocak 1980 Kararları ile başlamıştır (Akyüz – Boratav, 2002: 4). Bu kararlarla birlikte, ekonomide yapısal bir dönüşüm sürecine girilmiş, benimsenen yeni liberal anlayış doğrultusunda, ‘serbestleşme’ ve ‘dışa açılma’ öne çıkan kavramlar olmuştur.

24 Ocak Kararları ile benimsenen yeni liberal anlayış doğrultusunda, daha önceki dönemde uygulanan iç pazara dönük, ithal ikameci büyüme modeli terkedilerek, dış pazarlara yönelik, ihracata dayalı bir büyüme stratejisi seçilmiştir.

Bu bağlamda, öncelikle serbestleşmenin ilk adımı olan mal piyasalarının yani ticaretin serbestleştirilmesi, ardından finansal piyasaların serbestleştirilmesi yönündeki politikalar uygulamaya geçirilmiştir. Finansal piyasaların serbestleştirilmesi süreci, öncelikle yurtiçi finansal piyasaların serbestleşmesi, ardından da yurtdışı finansal serbestleşmenin sağlanması yönünde uygulamaya konulan politikalara bağlı olarak aşamalı olarak gerçekleştirilmiştir.

1980 sonrası Türkiye Ekonomisi'nde uygulanan bu politikalar 1981-88/89 ve 1990 sonrası olmak üzere iki evrede incelenebilir. İlk evrenin temel özelliği, önemli miktarlardaki sübvansiyonlarla ihracatın teşvik edilmesi ve ithalatın serbestleştirilmesi (Boratav – Yeldan, 2001: 6) yoluyla ticaretin serbestleştirilmesi ve faiz oranlarının serbest bırakılması yoluyla yurtiçi finansal serbestliğin sağlanması iken; ikinci evrenin temel özelliği TL'nin konvertibilitesine geçilmesi yoluyla dış finansal serbestliğin gerçekleştirilmesi olmuştur. Aşağıda, bu iki evrede uygulanan politikalar ile bu dönemde Türkiye ekonomisinde ortaya çıkan makroekonomik gelişmelere kısaca değinilmeye çalışılacaktır.

### **III.1.1. 1980-1989 Yurtiçi Finansal Serbestleşme Süreci**

Türkiye ekonomisi, 1980 Öncesi dönemde, mal piyasaları açısından, ithalatın sınırlamalara tabi tutulduğu, iç pazara yönelik üretimin yapıldığı, dışa kapalı bir ekonomi görünümü sergilemekte iken, finansal piyasalar katı bir denetleme sistemi altında bulunmaktaydı. Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altında ve döviz işlemleri çok

yüksek kısıtlamalara tabi tutulurken, kişiler portföylerinde döviz bulundurma hakkından yoksun bırakılmıştır. Rezerv ve likidite oranının yanı sıra, enflasyon oranı yüksek ve istikrarsız bir görünüm sergilemekteydi. Finansal sistem kurumsallaşmamış olduğu için, yerli ve yabancı bankaların sisteme katılımı çok sınırlı düzeyde gerçekleşmekteydi. Piyasada herhangi bir hisse senedi - bono piyasası mevcut değil, TL piyasası ise yetersizdi (Koska, 2005: 8).

1980 yılında benimsenen anlayış doğrultusunda, ilk olarak mal piyasalarının serbestleştirilmesine yönelik politikalar uygulamaya konulmuş, aşamalı olarak ithalatın serbestleştirilmesi gerçekleştirilirken, yüksek bir devalüasyonu takiben esnekleştirilen döviz kuru politikası ve dolaylı teşviklerle sanayinin ihracata yönlendirilmesi yani, dış pazarlar için üretim hedeflenmiştir (Yeldan, 2003: 25).

Finansal piyasalarda serbestleşmenin ilk adımı olarak ise, dış finansal serbestleşmenin ön aşaması olan yurtiçi finansal serbestliği sağlamak amacıyla, 1981 yılında faiz oranları üzerindeki sınırlamalar kaldırılmış, mevduat faizleri serbest bırakılmıştır. Yine bu tarihten başlayarak faiz ve kredi dağılımı üzerindeki bütün kontroller kaldırılarak ulusal mali piyasalara derinlik kazandırmak amaçlanmıştır (Yeldan, 2003: 39).

Faiz oranlarının serbest bırakılmasına bağlı olarak, 1981 ve öncesinde negatif olan reel faiz oranları 1982 yılında pozitif olmuştur. 1980'lerin başlarında, sadece vadeli mevduat faizlerinin serbest bırakılması ve kredi faiz oranlarındaki değişikliklerin önceden bildirilmesi gibi bir uygulamaya gidilmesi, büyük bankaların kendi aralarında anlaşmaya gitmesine bağlı olarak, faiz oranlarının, belli bir düzeyde tutulması sonucunu doğurmuştur. Ancak faiz oranlarının, bankalar tarafından belli bir düzeyde tutulması, biri bankaların saptadığı, diğeri ise, serbest piyasada oluşan ikili bir faiz yapısı ortaya çıkarmıştır. Serbest piyasada oluşan faiz oranı 'banker' olarak adlandırılan kişilerin hızla çoğalmasına ve

birikimlerinin bankacılık sistemini sarsacak boyutlara ulaşmasına neden olmuştur (Kepenek – Yentürk, 2001: 236).

Bu dönemde işletmeler, faiz oranlarının yükselmesi sonucu finansman yüklerini karşılayamaz duruma gelmişlerdir. Bunun sonucunda Bankerlerden borçlanma yoluna gitmişler ancak, Banker Piyasası'nda ortaya çıkan faiz yükseltmeleri, bir süre sonra, işletmelerin, borç aldıkları paraların faizini ödeyebilmek için, bankerlerden daha yüksek faizle borç almaya başlamasına neden olmuştur. Ancak işletmelerin, bankerlere olan yükümlülüklerini bu yüksek faiz oranları nedeniyle yerine getirememesi, Banker krizi olarak adlandırılan krizin ortaya çıkmasına neden olmuştur (Uzunoğlu vd., 1995: 93). Böylelikle, serbestleşme sürecinin ilk aşaması, 1982 yılındaki krizle kesintiye uğramıştır.

1983 yılında, yaşanan bu krizi durdurmak amacıyla ek önlemler alınmış, mevduat faizlerini belirleme yetkisi Merkez Bankası'na verilmiştir. Böyle bir gelişmenin sonucunda ise, mevduat faizlerinin serbestleştirilmesi ancak 1988 yılında sağlanmış, kredi faizlerinin serbestleştirilmesi ise 1983 yılının Aralık ayında gerçekleştirilmiştir (Uzunoğlu vd., 1995: 93).

1984 yılının başında döviz kuru rejimi serbestleştirilmiş, bankaların döviz mevduatı tutmaları ve döviz cinsinden işlem yapabilmeleri olanaklı hale getirilmiştir. Döviz alım satım işlemlerinin serbestleştirilmesiyle, ülkede yerleşik olan veya olmayan gerçek veya tüzel kişilerin döviz cinsinden borç-alacak ilişkileri ve elde ettikleri varlıklar konusundaki fiyat ve miktar sınırlamaları ortadan kalkmıştır (Oksay, 2000: 3).

1986 yılında ulusal finans piyasalarına yönelik olarak Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmuş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuştur. 1987 yılında Merkez Bankası açık piyasa işlemlerine başlamış ve bu sayede parasal araçlarını çeşitlendirmiştir (Yeldan, 2003; 129). Bunların yanı sıra, Merkez Bankası bünyesinde, bankaların kısa

dönemli fon arz ve taleplerini uygun ve kolay bir biçimde karşılamak amacıyla Bankalararası Para Piyasası (Interbank) oluşturulmuştur (Uzunoğlu vd., 1995: 93).

Bu dönemde ayrıca, finansal piyasalarda gerçekleşen işlemler ile buradan elde edilen gelirler üzerindeki vergiler azaltılmış, yerli ve yabancı bankaların mali sisteme katılmalarına ilişkin kısıtlamalar azaltılmıştır (Oksay, 2000: 3-4).

Kısaca, Türkiye ekonomisinde 1980-1989 döneminde; mevduat ve kredi faiz oranlarının –zaman zaman kesintiye uğramakla birlikte- serbestliği sağlanmış, faiz ve kredi dağılımı üzerindeki kontroller kaldırılmış, döviz üzerinden yapılacak işlemler serbestleştirilmiş ve kişilere portföylerinde döviz bulundurma imkanı tanınmıştır. Menkul kıymet piyasaları oluşturularak işletmelere yeni finansman kaynakları yaratılmıştır. Böylelikle, finansal serbestleşmenin ilk aşaması olan yurtiçi finansal piyasaların serbestleştirilmesi süreci tamamlanmış, dış finansal serbestleşmeye ön hazırlık olarak değerlendirilebilecek uygulamalar tamamlanmıştır.

Ticari ve yurtiçi finansal serbestleşmenin gerçekleştirildiği ve yurtdışı finansal serbestleşmeye ön hazırlık niteliğindeki bu süreçte ortaya çıkan makroekonomik gelişmeleri kısaca özetlemek gerekirse, uygulamaya konulan programın, 1980’li yılların ikinci yarısına kadar makroekonomik dengelerde bir iyileşme ortaya çıkardığı söylenebilir. 1980-1987 kesitinde ekonomik büyüme rakamları olumlu gelişme göstermiş, büyüme hızı yüzde 3.1 ile 9.8 arasında değişen oranlarda gerçekleşmiştir. 1980’lerin başında GSMH’nin yüzde 9’u düzeyinde olan kamu kesimi borçlanma gereği, 1981-1982 aralığında yüzde 3,5 düzeyine gerilemiş, aynı süreçte cari işlem açıkları, GSYİH’nın yüzde 5’i düzeyinden yarıya inmiştir (Akyüz – Boratav, 2002; 4). Dönemin başında yüzde 115

oranında gerçekleşen enflasyon oranının 1987 yılına kadar olumlu şekilde geliştiğini söylemek mümkünken, faiz oranlarındaki değişimin, dönem boyunca yükselme yönünde hareket ettiği anlaşılmaktadır (Kepenek - Yentürk, 2001: 237).

Ancak 1987 yılında makroekonomik dengesizlikler yeniden ortaya çıkmıştır. 1980'lerin sonlarında cari işlem açıkları ya fazla ya da çok küçük bir açık şeklinde gözlenirken (Akyüz – Boratav, 2002: 4-5), 1987 yılında yüzde 9.8 olan ekonomik büyüme oranı, 1988 yılında yüzde 1.5'e düşmüştür (Uzunoğlu, 1995: 105). 1981-82 Aralığında gerilemiş olan kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ya oranı, dönem boyunca yükselme yönünde hareket etmiş, 1987 yılında yüzde 6,1, 1989 yılında ise yüzde 5,3 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2006).

Makroekonomik göstergelerde ortaya çıkan bozulmalar ve kamu kesimi borçlanma gereğinin önemli boyutlara çıkması sonucu, büyümenin finansmanının yurtiçi kaynaklarla sürdürülemeyeceği ve kamu kesimi açıklarının yurtdışı kaynaklarla karşılanması düşüncesi önem kazanmış, bu düşünce yeni bir politikanın devreye sokulmasını gerektirmiş ve uygulanacak politika, 1989 yılında yurtdışı finansal piyasaların serbestleştirilmesi yönünde belirlenmiştir (Akyüz – Boratav, 2002: 5). Bu kararın alınmasındaki en büyük etken, dış tasarrufların ekonomik büyümeyi hızlandıracağı görüşü olmuştur. Kamu kesiminin artan finansman ihtiyacının karşılanabilmesi için, uluslararası fonların ülkeye çekilebilecek olması, sermaye akımlarına serbesti tanınması yönündeki kararın alınmasındaki en büyük etken olmuştur (Yentürk, 2003: 83).

### **III.1.2. 1989 Yurtdışı Finansal Serbestleşme Süreci**

Bu gelişmelerin ardından finansal serbestleşmenin ikinci aşaması olan yurtdışı finansal serbestleşmeye yönelik politikalar uygulamaya konulmuş, 1989 yılında yürürlüğe



konulan 32 sayılı ‘konvertibiliteye geçiş’ kararı ile sermaye akımlarının serbestliği sağlanmıştır. Alınan kararlar, uluslararası finansal sermayenin ülkeye serbestçe giriş-çıkışı için gerekli bütün koşullar oluşturulmuş ve Türkiye ekonomisi 1990’lı yılların başında tamamıyla dışa açık bir ekonomi haline gelmiştir (Yeldan, 2003: 25-39).

Söz konusu 32 Sayılı Karar’ın çeşitli maddeleri ile, Türk parası ve Türk parası ile ödemeyi sağlayan belgelerin yurda ithali ve ihracı serbest bırakılmış, dışarıda yerleşiklerin Türkiye’de Türk parası ile ödeme yapmaları ve tahsilatta bulunmaları, hiçbir kayda geçmeden, menşei sorulmadan döviz ithal edilmesi, Türkiye’de yerleşik kişilerin beraberlerinde döviz bulundurmaları, döviz satın almaları, dövizleri bankalarda açacakları döviz tevdiat hesaplarında tutmaları, bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla yurtiçi ve yurtdışında tasarruf etmeleri serbestleştirilmiştir. Bununla birlikte, dışarıda yerleşik kişilerin, her türlü menkul kıymeti Türkiye’de Sermaye Piyasası Kanunu’na göre faaliyet gösteren bankalar dahil aracı kurumlar vasıtasıyla satın almaları, satmaları, bu kıymetlere ait gelirleri bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla transfer etmeleri ve Türkiye’de yerleşik kişilerin bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla yabancı borsalarda kote edilmiş her tür menkul kıymet ile Hazine Bonoları ve Devlet Tahvillerini satın almaları serbest bırakılmıştır. Son olarak, Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışından aynı, nakdi ve gayri nakdi kredi temin etmeleri, bu kredileri kullanmaları serbestleştirilmiştir (Uzunoğlu vd., 1995: 102).

32 Sayılı Karar’ın çeşitli maddelerince gerçekleştirilen dış finansal serbestleşmeyi takiben, Türkiye ekonomisine oldukça yoğun bir şekilde kısa vadeli sermaye girişi gözlenmiştir. Yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları arasındaki farka ve döviz kurundaki değişimlere karşı çok duyarlı hale gelen kısa vadeli yabancı akımlar, -ekonomideki kamu sektörü açıkları ve borçlanma gereğinde ortaya çıkan artışın, iç ve dış

borçlanma düzeyini yükseltmesi, iç borçlanmada ortaya çıkan artışın ise faiz oranlarının döviz kurunun üzerinde değerlenmesine yol açması nedeniyle- hızlı bir şekilde ülkeye girmeye başlamıştır (Balkan - Yeldan, 1998: 7). 1989 yılı sonunda ekonomiye yurtdışından gelen net yabancı sermaye miktarı 3.370 milyon dolar olarak gerçekleşmiş, bunun yüzde 71'ini kısa vadeli sermaye kalemi oluşturmuştur (bkz tablo 3.2).

1990'ların ilk yarısında Türkiye ekonomisine sermaye girişleri sürekli dalgalanmalar gösteren bir yapıya sahip olmuştur (bkz tablo 3.2). Ancak sermaye girişlerindeki dalgalanmalar ile paralel olarak döviz kuru, faiz oranı, enflasyon oranı gibi göstergelerde de dalgalanmalar gözlenmiş, kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ye oranı gittikçe daha çok yükselmiş, yüzde 10-12 gibi çok yüksek boyutlara çıkmıştır (bkz tablo 3.1). Bu dönemde, kamu kesimi açıklarının daha fazla artmasının nedeni, hükümetlerin, yabancı fon girişinin sağladığı bir rahatlığa bağlı olarak harcamaları daha fazla artırmış olması olarak yorumlanabilir (Yentürk – Çimenoğlu, 2002: 2).

Yurtdışından sermaye girişinin hızlı bir şekilde artmasıyla birlikte ortaya çıkan en önemli etkilerden birisi, yurtiçi paraların reel olarak değer kazanmasıdır (Yentürk, 2003: 83.) Türkiye ekonomisinde de aynı olguyu gözlemek mümkündür. Dış finansal serbestleşme döneminin ilk yılı olan 1990 yılından 1993 yılına kadar, yurtdışından sermaye girişleri ile birlikte TL, yaklaşık yüzde 9 oranında değer kazanmıştır (bkz tablo 3.1).

Gelişmekte olan ülkelerde yurtiçi paranın değerlenmesinin ise, talep üzerinde genişletici bir etki yarattığı bilinmektedir. Dış ticarete konu olmayan mallara olan talepteki artışın sadece yerli üretimle karşılanması, bu tür malların üretiminde bir artışa neden olmaktadır. Dış ticarete konu olan mallara olan talepteki artış ise, ithalat yoluyla karşılanmaktadır. Türkiye ekonomisinde de aynı olgu gözlenmiştir. TL'deki değerlenmeyle

paralel bir şekilde ortaya çıkan ithalat artışı sonucu net ihracat, sürekli düşüş gösterirken, ekonomide tüketim ve yatırım artışı da gerçekleşmiştir (bkz tablo 3.1)

Bununla birlikte, dış finansal serbestliğin sağlanmasına yönelik olarak uygulamaya konulan politikalar, kısa vadeli ve spekülatif sermaye için Türkiye ekonomisinin oldukça çekici bir finansal yatırım ortamı olmasını sağlarken, bunun doğal bir sonucu olarak ekonomi, ani sermaye çıkışları ile karşılaşabilecek oldukça kırılgan bir yapıya bürünmüştür (Yentürk, 2003: 83).

Türkiye ekonomisinde 1990'ların ilk yarısında, gözlenen makroekonomik istikrarsızlık gittikçe daha tehlikeli boyutlara ulaşmış, ekonomi 1993 yılı sonunda dönemin en yüksek kamu kesimi ve -dış ticaret açığının neden olduğu- cari açık problemi ile karşı karşıya kalmıştır. Bu gelişmelere bağlı olarak 1994 yılı başlarında, ekonomide ortaya çıkan güvensizlik ortamında, yabancı sermaye hızlı bir şekilde ülkeyi terk etmiştir. Özellikle kısa vadeli finansal sermayenin ani bir şekilde ekonomiyi terk etmesi ise, oldukça hassaslaşmış olan makroekonomik dengelerin daha da bozulmasına yol açmış ve 1994 yılında ciddi bir kriz ortaya çıkmıştır (Balkan - Yeldan,1998: 6).

1994 kriz yılında ülkeden çıkan toplam yabancı sermaye miktarı 7.993 milyon dolar olarak gerçekleşirken bu çıkışların yüzde 95'ini kısa vadeli yabancı sermaye oluşturmuştur (bkz tablo 3.2). Görüldüğü gibi, yüksek faiz-düşük kur politikasına bağlı olarak hızlı bir şekilde ülkeye giren kısa vadeli sermaye, herhangi bir güvensizlik ortamında aynı hızla ekonomiyi terk edebilmekte ve yaşanan istikrarsızlık ortamının bir finansal krizle son bulmasına neden olabilmektedir. 1994 yılında, böyle bir gelişme karşısında ortaya çıkan kriz sonucunda, reel GSYİH yüzde 4,7 oranında, özel kesim yatırımları yüzde 9 oranında düşme göstermiştir. Nominal faiz oranı yüzde 115 seviyesine çıkarken enflasyon oranı yüzde 103 olarak gerçekleşmiştir (bkz tablo 3.1).

Krizin ardından alınan 5 Nisan 1994 Kararları sonucu makroekonomik dengelerde bir iyileşme göze çarpsa da, alınan kararların dış ticaret açığı, döviz kuru, enflasyon oranı ve faiz oranı üzerindeki etkisinin oldukça sınırlı kaldığı anlaşılmaktadır. Alınan devalüasyon kararını takiben dış ticaret açığında bir azalma ortaya çıkmış, ancak hemen izleyen yılda dış ticaret açığı yeniden yükselmeye başlamıştır. Bir diğer deyişle, dış ticaret açığında kalıcı bir iyileşme sağlanamamıştır. Bununla birlikte, TL'nin reel olarak değerlendirilmesi ve faiz oranlarındaki yükselme devam etmiş, bu durum ise, kısa vadeli net sermaye akımlarının pozitif değerlerde ülkeye gelmesini sağlamıştır (Kepenek- Yentürk, 2001: 488).

1994 sonrasında yüksek faiz getirisi nedeniyle ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermaye girişi, ekonomik büyümenin temel kaynağı olmuştur. Bu nedenle, 1995-97 dönemini, kısa vadeli sermaye girişine dayalı bir ekonomik büyümenin yaşandığı ve 1999 krizi ile sonuçlanan bir süreç olarak tanımlamak mümkündür (Koksa, 2005: 5).

1990'ların ikinci yarısında kısa vadeli yabancı sermaye girişleri, gittikçe daha yüksek faiz oranlarına bağlı olarak sağlanmaya başlanılmıştır (Yeldan, 2003: 54). Yabancı sermayeyi çekmek amacıyla uygulanan yüksek faiz-düşük kur politikası, aşırı piyasa oynaklığı nedeniyle makroekonomik göstergeleri bozmuş, kontrolsüz bir şekilde gerçekleştirilen finansal serbestleşme, önemli ölçüde ekonomik kırılganlıklar yaratmıştır (Koksa, 2005: 20-22).

Bunun sonucunda, sermaye akımlarını serbestleştiren diğer bütün gelişmekte olan ülkeler gibi, 1990'ların ilk yarısında olduğu gibi, 1990'ların ikinci yarısında da Türkiye'de finansal piyasalar, faiz oranları ve döviz kuru, uluslararası sermaye akımlarındaki dalgalanmalarla birleşerek istikrarsız bir görünüm oluşturmuştur (Akyüz – Boratav, 2002: 7). Kamu kesimi borçlanma gereği katlanarak büyümüş, yüksek reel faiz

oranının doğal bir sonucu olarak kısa vadeli sermaye girişi artarak devam etmiştir. Artan kamu kesimi açığı ve cari açık, yabancı sermaye girişine bağlı olarak finanse edilmeye çalışılmış, sermaye girişi devam ettiği sürece ortaya çıkan TL'nin değer kazanması olgusu, dış ticaret açığının sürekli artmasına, yüksek faiz oranları ise, faiz ödemelerinin yükselmesi nedeniyle kamu kesimi açıklarının daha fazla büyümesine neden olmuştur (Yentürk, 2003: 110-112).

Ekonomik göstergelerdeki bu gelişmelerden anlaşılmaktadır ki, 1990'ların ikinci yarısında da, Türkiye Ekonomisi'ni 1994 krizine sürükleyen olumsuzluklarda herhangi bir iyileşme sağlanamamış, finansal serbestleşme sonrası ortaya çıkan dengesizlikler geçici önlemlerle düzeltilmeye çalışılarak ekonomide kalıcı iyileştirmeler gerçekleştirilememiştir (Yentürk, 2003: 42).

Bir yandan 1990'lar boyunca ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermayenin yarattığı istikrarsızlığın etkisi, diğer taraftan 1998 Asya ve Rusya krizleri gibi dışsal şokların etkisiyle daralan Türkiye ekonomisi 1999 yılında yeni bir kriz yaşamıştır (Yeldan, 2003: 159). Ortaya çıkan bu krizin reel ekonomi üzerindeki etkisi ise, yine GSYİH'nin daralması, özel kesim yatırım ve tüketim talebinin düşmesi şeklinde gerçekleşmiştir. Bir önceki yıl yüzde 9,4 olan kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ye oranı, ekonominin krize girdiği 1999 yılında yüzde 15,5 gibi bir seviyeye çıkmış, bu durum ise kamu kesimi açıklarının finansmanı için daha fazla yabancı sermaye girişini gerekli kılmıştır (bkz tablo 3.1).

Bu gelişmeler, 1999 yılının Aralık ayında, IMF desteği ve gözetiminde, ekonomideki dengesizlikleri önemli yapısal reformlarla ortadan kaldırmayı hedefleyen döviz kuru temelli üç yıllık enflasyonu düşürme programının yürürlüğe konulmasına neden olmuştur (Yentürk, 2003: 42). Programın uygulamaya konulmasının ardından 2000 yılında

ekonomik göstergelerde bir iyileşme gözlenmiş, ancak, program yine de Kasım 2000'deki likidite krizini önlemede yetersiz kalmıştır (Yurdakul – Akçoraoğlu, 2003: 57).

Uygulamaya konulan programda, belirli bir döviz sepetine göre önceden belirlenmiş TL'nin değer kaybının ne kadar olacağı açıklandığı için döviz kuru riski ortadan kalkmıştır. Döviz kuru riskinin ortadan kalkması sonucu bankalar yüksek getirili devlet tahvili satın almışlar, bu durum ise faiz oranlarının önemli ölçüde yükselmesine neden olmuştur (Şengönül - Değirmen, 2005: 6).

Ancak 2000 yılının ikinci yarısından itibaren dış ticaret açığındaki hızlı yükselme nedeniyle cari işlemler açığının yükselmesi programla ilgili belirsizlikleri artırmış, döviz kuru hedefleri inandırıcı olmaktan çıkmıştır. Yaşanan güvensizlik ortamında, bankalar daha önceki dönemde satın aldıkları devlet tahvillerini satmaya başlamışlar, uluslararası finansal sermaye ülkeyi terk etmiş ve ekonomide ciddi bir likidite sıkışıklığı ortaya çıkmıştır (Yurdakul – Akçoraoğlu, 2003: 57). Bunun sonucunda döviz rezervleri hızlı bir şekilde erimiş, Aralık 2000 – Ocak 2001 aylarında IMF'den sağlanan kredilerin etkisiyle sermaye akımlarında geçici bir istikrar sağlansa da, 2001 yılının Şubat ayında ekonomide büyük miktarda bir sermaye çıkışı yaşanmıştır (Boratav, 2003: 5).

2001 Şubatında, yüzde 74'ünü kısa vadeli sermayenin oluşturduğu 13 milyar dolar düzeyindeki yabancı sermaye çıkışı, ekonominin yeni bir krize girmesine neden olmuştur. (bkz tablo 3.2). Bu yeni krizin sonucu ise, GSYİH, tüketim, yatırım oranlarının önemli ölçüde düşmesi yönünde olmuştur (bkz tablo 3.1).

Krizin ardından uygulamaya konulan güçlü ekonomiye geçiş programı kapsamında uygulamaya başlanılan dalgalı kur rejimi ile ekonomik istikrarın sağlanması ve iç-dış şoklara karşı duyarlılığın azaltılması hedeflenirken, para politikası olarak da enflasyon hedeflemesi seçilmiştir (Şengönül - Değirmen, 2005: 6). Uygulanan dalgalı kur

politikası çerçevesinde TL aşırı değerlenmiş, ancak TL'deki aşırı değerlenmeyle birlikte, yurtiçi tüketimin azalması enflasyonun düşmesinde etkili olmuştur. Faiz oranları kontrollü belirlenmeye başlanılmış (Gürlelel, 2004: 2), nominal faiz oranlarındaki düşüşle birlikte enflasyon oranının da düşmesi sonucu reel faizler pozitif olarak gerçekleşmiştir. Yüksek pozitif reel faiz oranları, 2001 ve 2002 yıllarında negatif olan net kısa vadeli sermaye girişlerinin devam eden yıllarda yeniden pozitif dönüşmesini sağlamıştır. TL'deki değerlenmeyle birlikte net ihracat düşmeye devam ederek 2004 yılı sonunda yeniden negatif olmuştur (bkz tablo 3.1; 3.2).

Görülmektedir ki, 2000'li yıllarda da Türkiye ekonomisinde, kısa vadeli sermaye girişlerinin neden olduğu istikrarsızlıklar devam etmiştir. Ekonomi, gittikçe daha büyük boyutlarda dış tasarruflara bağımlı hale gelmiş, dış tasarrufların sürekliliğinin sağlanması amacıyla uygulanan yüksek faiz – düşük kur politikası, bir yandan finansal yatırım kararlarının, reel yatırım kararları karşısında görece olarak önem kazanmasına neden olurken öte yandan, ekonominin dış ticaret dengesinin önemli ölçüde bozulmasına neden olmuştur.

Büyük oranda kamu kesimi açıkları ve cari işlemler açığını karşılamakta kullanılan finansal sermaye, makroekonomik dengelerin daha da hassaslaşmasına ve herhangi bir güvensizlik ortamında ülkeyi aniden terk ederek, ekonominin krizlerle karşı karşıya kalmasına neden olmuştur. 1994 ve 2001 krizlerinde yaşanan durum budur.

### **III.2. Uluslararası Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkisi Konusunda Yapılan Ampirik Çalışmalar**

Türkiye ekonomisinde 1990 sonrası yaşanan bu gelişmeler, finansal serbestleşme sonrası artan ölçülerde ekonomiye yönelen kısa vadeli sermaye akımlarının

ekonomik yapı üzerinde önemli etkileri olduğunu göstermektedir. Ülke ekonomisine sermaye girişleri ile birlikte, yerli paranın değer kazanmaya başlaması, ekonominin dış ticaret dengesindeki bozulma, faiz oranlarındaki yükselme, tüketim ve yatırım eğiliminde ortaya çıkan artışlar, sermaye girişleri ile sözü edilen göstergeler arasında anlamlı bir ilişki olduğuna işaret etmiş ve sermaye akımlarının makroekonomik yapı üzerindeki etkilerini saptamak amacıyla pek çok çalışma yapılmıştır. Aşağıda, finansal serbestleşme sonrası Türkiye ekonomisine yönelen sermaye akımlarının, Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerinin araştırıldığı çeşitli çalışmaların sonuçları özetlenecektir.

Celasun, Denizler ve He (1999), 1989-1997 dönemi çeyrek dönemlik veriler kullanarak Türkiye ekonomisinde özel kesim tüketim talebi ve özel kesim yatırım talebi ile sermaye girişleri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Yapılan regresyon analizinde, özel kesim tüketim talebinin sermaye girişleri ile pozitif ilişkili olduğunu, sermaye girişleri ile özel kesim yatırım talebi arasında ise tüketim ve sermaye girişi arasındaki ilişki kadar açık olmasa da pozitif bir ilişki olduğunu saptamışlardır.

Kirmanoglu ve Özçelik (1999), Türkiye’de 1987.IV-1998.II dönemi için net kısavadeli sermaye akımlarının çeşitli makroekonomik büyüklükler üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmalarında, kısa vadeli sermaye girişlerinin TL’yi reel olarak değerlendirdiği ve enflasyon oranını düşürdüğü sonucuna ulaşmışlardır.

Akçoraoğlu (2000), Türkiye’de 1989:1 – 1999:4 dönemi için üçer aylık veriler kullanarak, sermaye akımlarının çeşitli kalemleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi bir VAR modeli yardımıyla araştırmışlardır. Sonuçta, kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi açıklamakta anlamlı olmadığı anlaşılmıştır. Aynı çalışmada, 1984:1–1988:4 ve 1989:1 – 1999:4 şeklinde iki dönem olarak, 1984:1–1999:4 dönemi için cari hesap ve sermaye hesabı arasındaki dinamik ilişkiler araştırılmıştır. Buna göre, 1984:1–



1988:4 dönemi için, sermaye hesabı ve cari hesap arasında herhangi bir ilişki bulunamazken, 1989:1–1999:4 döneminde cari hesaptan sermaye hesabına doğru zayıf bir ilişki bulunmuştur. Bu çalışmaya göre, sermaye girişlerindeki bir artışın hemen ardından, yurtiçi paranın değer kazanmasına bağlı olarak, cari işlemler dengesinde bir bozulma ortaya çıkmaktadır.

Çeviş ve Kadılar (2001)'in Türkiye'de, 1989:10 – 1997:09 dönemi için aylık verilerle kısa vadeli sermaye akımları ile seçilmiş makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri araştırdıkları çalışmada, kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin cari hesap üzerinde negatif etkisi olduğunu saptamışlardır. Buna göre, kısa vadeli sermaye girişi, TL'de değerlenmeye neden olmakta ve bu yolla cari işlemler dengesi üzerinde negatif etki yaratmaktadır. Bununla birlikte çalışmada, kısa vadeli sermaye girişinin nedeninin yüksek faiz oranı ve düşük kur olduğu, cari işlemler açığı ve bütçe açığının kısa vadeli sermaye girişi ile finanse edildiği vurgulanmaktadır.

Yeldan vd (2002)'nin, 1992: 01 ve 2001: 12 dönemi aylık verileri kullanarak, kısa vadeli bankacılık kredileri ve portföy yatırımları şeklinde tanımladıkları finansal sermaye girişi ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri araştırdıkları çoklu regresyon analizlerinde, finansal sermaye girişlerinin TL'nin değer kazanmasına neden olduğunu ve ihracat/GSMH'nin düşmesine neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bununla birlikte, aynı çalışmada özel imalat sanayindeki sabit yatırımların finansal sermaye girişi ve fiyatlar karşısındaki eğilimi araştırılmış, sermaye girişleri ile ilgili bütün bulgular anlamsız bulunmuştur. Ticari sektörlerde sermaye girişlerinin etkisiz olduğu anlaşılmış ve bu da sermaye girişlerinin özel imalat sanayii yatırımlarının finansmanında kullanılmadığını göstermiştir.

Kara (2002), yabancı sermaye yatırımlarının alt kalemlerinin yurtiçi yatırımlar üzerindeki etkisini incelediği çalışmada, kısa vadeli sermaye girişlerinin yurtiçi yatırımları azalttığı sonucuna ulaşmıştır (Kar vd., 2004: 17).

Yentürk ve Çimenoğlu (2002), Türkiye’de 1987:1 – 2001:4 dönemi üçer aylık veriler kullanarak uluslararası sermaye akımlarının yatırım ve tüketim üzerindeki etkilerini analiz ettikleri regresyon çalışmalarında, net yabancı sermaye girişlerinin tüketim harcamalarını olumlu yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Yine bu çalışmada, yabancı sermaye girişi ile tüketim ve yatırım arasındaki ilişki bir VAR modeli çerçevesinde analiz edilmiş, net yabancı sermaye girişinin özel yatırım harcamaları üzerinde dört çeyrek dönem pozitif etkisi olduğu, özel tüketim harcamaları üzerinde ise üç çeyrek dönem pozitif etkisi olduğu saptanmıştır.

İnsel ve Sungur (2003), toplam sermaye akımları ve sermaye akımlarının alt kalemleri ile seçilmiş 42 ekonomik gösterge arasındaki ilişkileri inceledikleri nedensellik analizinde, kısa vadeli sermaye akımlarından ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik bulunmadığını, kısa vadeli sermaye akımlarından özel sektör sabit sermaye yatırımlarına, cari açılara, DİBS faiz oranı artışına ve enflasyona doğru bir nedensellik olduğunu saptamışlar. Yine aynı çalışmada, kısa vadeli sermaye akımlarının, kurların aşırı değerlenmesine bağlı olarak ithalatın artmasına neden olduğu ve dış dengeyi etkilediği; bunun yanı sıra, özel sektörün kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılamak yoluyla özel sektörün üretimine olumlu etkide bulunduğu ileri sürülmüştür. Ancak kısa vadeli sermaye akımları ile büyüme arasında nedensellik ilişkisi bulunmadığı göz önünde bulundurulduğunda kesimler arasındaki olumlu etkilerin geçici olduğunu öne sürmüşlerdir.

Yentürk ve Çimenoğlu (2003), Türkiye’de 1987-2001 dönemi üçer aylık verilerle, toplam yabancı sermaye yatırımları, özel sektör tüketim ve özel sektör yatırım

harcamaları arasındaki karşılıklı etkileşimi incelemiştir. Yapılan nedensellik analizine göre, sermaye akımları hem özel yatırımlara, hem de özel tüketime Granger anlamında neden olmaktadır. Yine bu çalışmada yer alan VAR modeli sonuçlarına göre, net sermaye akımlarındaki artışlar, özel tüketim harcamaları üzerinde üç, özel yatırımlar üzerinde ise dört çeyrek dönem, yani 1 yıl pozitif etkide bulunmaktadır. Aynı çalışmada yabancı sermaye akımlarının faiz oranları üzerindeki etkisi sınanmış ve yabancı sermaye akımlarında ortaya çıkan artışların, Hazine'nin borçlanma faizlerini artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yentürk ve Ülengin (2003), 1987:1-1997:4 dönemi için Türkiye'de yabancı sermaye girişlerinin derneşik harcama kategorileri üzerindeki etkisini VAR modeli yardımıyla araştırmışlar, uzun dönemde, yabancı tasarrufların yurtiçi yatırımlar için ek kaynak yaratmak yerine esas olarak özel tüketimi etkilediğini saptamışlar ve özel tüketimin de özel yatırımı etkileyebileceğini vurgulamışlardır.

Emil ve Vehbi (2003), 1987:1 – 2002:4 dönemi için Türkiye'de sermaye akımları ile reel döviz kurları arasındaki ilişkinin yönünü belirlemek amacıyla yaptıkları nedensellik analizinde, sermaye akımlarının reel kurdaki değişimler üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. 1989:2 – 2002:4 dönemi için reel kurdaki değişimlerin tüketim harcamaları üzerindeki etkisini test etmek amacıyla bir regresyon denklemi tahmin etmişler ve yerli paradaki değerlenmenin tüketimi artırıcı etkisi olduğu sonucuna varmışlardır.

Berument ve Dinçer (2004), Türkiye'de 1992.01-2001.06 dönemi aylık verileri kullanarak sermaye girişlerinin makroekonomik etkilerini VAR yöntemi ile incelemişler, toplam sermaye girişlerindeki bir artışın, faiz oranlarının ve enflasyon oranının düşmesine, yurtiçi paranın reel olarak değerlenmesine ve ekonomik büyümeye neden olduğunu öne sürmüşlerdir.

Kar ve Kara (2005), 1980-2000 döneminde En Küçük Kareler (EKK) yöntemiyle, Türkiye’de kısa vadeli sermaye akımları ile yurtiçi yatırımlar arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarında, kısa vadeli sermaye girişlerinin yurtiçi yatırımları olumsuz etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmada, kısa vadeli sermaye girişlerinde meydana gelecek yüzde 1 düzeyinde bir artışın, yatırımları yüzde 0,37 oranında azalttığı vurgulanmıştır.

Görüldüğü gibi bu konuda yapılan ampirik çalışmaların genelinde kısa vadeli sermaye girişlerinin tüketim artışına yol açtığı, yerli parayı değerlendirdiği ve buna bağlı olarak cari işlemler açığı üzerinde negatif etkili olduğu vurgulanırken; kısa vadeli sermaye girişlerinin yatırımlar, ekonomik büyüme ve diğer bazı göstergeler üzerindeki etkisine ilişkin oldukça farklı sonuçlar ortaya çıkmaktadır.

### **III.3. Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkisinin Modellenmesi**

Bu çalışma, bir bütün olarak finansal serbestleşme sürecinde ülkeye giren kısa vadeli sermayenin, ekonominin makro dengeleri üzerindeki etkisinin araştırılması üzerinde temellenmektedir. Çalışmanın bu kısmında, Türkiye ekonomisinde kısa vadeli sermaye girişi ile makroekonomik dengeler arasındaki ilişki bir ekonometrik model çerçevesinde netleştirilmeye çalışılacaktır.

Aşağıda, ilk olarak ekonometrik çalışmada kullanılan veriler ve kullanılan ekonometrik tahmin yöntemi açıklanacak, ardından, Türkiye ekonomisine kısa vadeli sermaye girişinin incelenen makroekonomik değişkenler ile ilişkisi, üç ayrı VAR modeli çerçevesinde netleştirilmeye çalışılacaktır. En son olarak, ekonometrik analizde kullanılan değişkenlerin orijinal serilerine ait grafikler incelenerek, ekonomide yaşanan

istikrarsızlıklar ile kısa vadeli sermaye akımları arasında bir ilişki olup olmadığı tartışılacaktır.

### **III.3.1. Veriler ve Kullanılan Ekonometrik Tahmin Yöntemi**

Çalışmanın bu kısmında, kısa vadeli sermaye akımlarının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkisini netleştirmek amacıyla 3 ayrı VAR modeli tahmin edilecektir. Sims (1980)'in yöntemi olan VAR, sistemdeki her bir değişkenin hem kendisinin hem de diğer değişkenlerin gecikmeli değerlerine göre regresyon edildiği sıradan en küçük kareler yöntemidir. Etki-tepki fonksiyonları (IRFs) ise sistemdeki her bir değişkenin sistemin değişkenlerinden birine verilecek bir-birim standart şoka karşı tahmin edilen yanıtlarını gösterir (Sims, 1980, Aktaran, Şengönül – Tuncer, 2004: 170).

VAR modelinde, sistemdeki bütün değişkenlerin içsel olması, yani, hangi değişkenlerin içsel, hangi değişkenlerin dışsal olduğuna karar verme zorluğu yaşanmadığı için yöntemin basit olması, kestirimin basitliği ve bu yöntemle yapılan kestirimlerin daha karmaşık eşanlı denklem modelleriyle yapılan kestirimlere göre daha iyi olması gibi nedenlerle bu analizde VAR modelinin kullanılması uygun görülmüştür (Gujarati, 2001: 749).

Çalışmada 1990:1 – 2005:3 dönemi, üçer aylık veriler kullanılmıştır. Veriler Merkez bankası veri tabanından derlenmiş ve bütün seriler mevsimsellikten arındırılmıştır. Verilerin analizinde Eviews 4.1 programı kullanılmıştır. Modellere katılacak değişkenlerin belirlenmesinde, önceki bölümde değinilen kısa vadeli sermaye akımlarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri ve bu konuda yapılan diğer ampirik çalışmalarda kullanılan değişkenler baz alınmıştır.

Modellerde yer alan değişkenler şunlardır:

- 1) Net Kısa Vadeli Sermaye Girişi (KVS): 1990:1 – 2005:3 dönemi ve 63 gözlem sayısı,
- 2) Özel Kesim Tüketim Talebi (LNTUKETİM): 1990:1 – 2005:3 dönemi ve 63 gözlem sayısı (Logaritmik değerler olarak kullanılmıştır)
- 3) Özel Kesim Yatırım Talebi (LNYATIRIM): 1990:1 – 2005:3 dönemi ve 63 gözlem sayısı (Logaritmik değerler olarak kullanılmıştır)
- 4) Reel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (LNGSYİH): 1990:1 – 2005:3 dönemi ve 63 gözlem sayısı (Logaritmik değerler olarak kullanılmıştır)
- 5) Bankalararası Gecelik Reel Faiz Oranı (GFO): 1990:1 – 2005:3 dönemi ve 63 gözlem sayısı
- 6) Reel Döviz Kuru İndeksi (RDK): 1990:1 – 2005:3 dönemi ve 63 gözlem sayısı
- 7) Enflasyon Oranı (EO): 1990:1 – 2005:3 dönemi ve 63 gözlem sayısı
- 8) Net İhracat (NETİHRACAT): 1990:1 – 2005:3 dönemi ve 63 gözlem sayısı

Bütün değişkenler YTL (Yeni Türk Lirası) cinsinden ifade edilmektedir. Net kısa vadeli sermaye değişkeni, ülkeye bankacılık kanalı ile giren net kısa vadeli yükümlülükleri ifade etmekte olup cari kur üzerinden YTL'ye dönüşümü yapılmıştır.

GSYİH, Özel Kesim Tüketim, Özel Kesim Yatırım ve Net İhracat serileri 1987 sabit fiyatları baz alınarak enflasyonun etkisinden arındırılmıştır. Gecelik reel faiz oranı, bankalar arası gecelik ağırlıklı ortalama olarak ifade edilen basit faiz oranıdır.

Reel efektif döviz kuru değişkeni ise, dolaylı kotasyon şeklinde ifade edilmekte olup; 1 birim ulusal paranın, döviz sepetini oluşturan, Türkiye'nin ticaret yaptığı ülkelerin yabancı paraları cinsinden ifade edilmesi anlamına gelmektedir (Seyidoğlu, 2003: 86). Bir diğer deyişle, reel efektif döviz kurunda ortaya çıkan bir artış, ulusal paranın yabancı

paralar karşısında değer kazanması, reel efektif döviz kurunda ortaya çıkan bir azalış ise ulusal paranın yabancı paralar karşısında değer kaybetmesi anlamına gelmektedir.

Kısa vadeli sermaye girişlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerinin analiz edildiği bu aşamada, 3 ayrı analiz yapılacaktır. Burada, ilk olarak, sermaye girişleri ile ekonominin tüketim, yatırım, GSYİH artışı gibi reel değişkenleri arasındaki ilişki, ardından sermaye girişleri ile faiz oranı, döviz kuru, enflasyon gibi parasal göstergeleri arasındaki ilişki ve son olarak da sermaye girişleri ile ekonominin dış ticaret dengesi arasındaki ilişki 3 ayrı VAR modeli ile incelenecektir.

### **III.3.2. Model 1: Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Özel Kesim Tüketim, Özel Kesim Yatırım ve GSYİH Üzerindeki Etkisi**

İlk modelde, Türkiye ekonomisinde özel kesim tüketimi, özel kesim yatırımı ve GSYİH'nın kısa vadeli sermaye akımlarına tepkisini test etmek amacıyla bir VAR modeli tahmin edilmektedir. Burada, 1987 sabit fiyatlarıyla ifade edilen reel tüketim, reel yatırım ve reel gayri safi yurtiçi hasıla (GSYİH) değişkenleri yer almaktadır. Modelde kullanılan özel kesim tüketim, özel kesim yatırım ve GSYİH değişkenlerinin logaritmik değerleri kullanılmış ve seriler mevsimsellikten arındırılmıştır.

#### **III.3.2.1. Durağanlık Testleri**

Bir ampirik analiz için gerekli olan başlangıç, serilerin durağan olup olmadıklarını kontrol etmektir. Bunun nedeni, iktisadi zaman serilerinin durağan olmamasının, sahte regresyon gibi pek çok ekonometrik soruna yol açabilmesidir. Durağan olmayan zaman serileri, ortalamalarına geri dönme eğilimi taşımadıkları için ortalama ve varyans bu seriler için bir anlam ifade etmemektedir. Bu nedenle, bu seriler ile elde

edilecek sonuçlar sahte regresyon sorununa neden olabilmektedir (Şengönül – Tuncer, 2004: 170).

Gerçek dünyadaki zaman serilerinin çoğu durağan değildir ve dolayısıyla serilerin ortalaması zaman içerisinde değişmektedir. Zaman serilerinin, uygun bir modele oturtulabilmesi için bu serilerin önce durağan hale getirilmesi gerekir (Uzgören , Uzgören, 2003: 3-4).

Serilerin durağan hale getirilebilmesi için serilerin birinci, ikinci, üçüncü vd. farkları, alınabilmekte ve seriler bu şekilde durağan hale getirilebilmektedir. Ancak farklarının alınması, sadece değişkenin geçmiş dönemlerde maruz kaldığı kalıcı şokların etkisini yok etmekle kalmayıp, aynı zamanda bu şokların dışında varolabilecek uzun dönemli ilişkilerin de ortadan kalkmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla bu şekilde durağan hale getirilen seriler arasında bulunacak bir regresyon, uzun döneme ait bilgilerin de yok edilmesine neden olacak, bu nedenle bir uzun dönem denge ilişkisi vermeyecektir (Tarı, 1999: 370)

Bu nedenle durağanlığı, serilerin farklarını alarak sağlamadan önce, değişkenler arasında bir uzun dönem denge ilişkisi olup olmadığını anlamak amacıyla eşbütünleme (cointegration) analizi yapmak oldukça önemlidir. Çünkü ele alınan iki seri eşbütünleşik ise, ilgili serileri durağanlaştırmaya gerek kalmayacak, sahte regresyon sorunu ortadan kalkacaktır (Uzgören, Uzgören, 2003: 3-4).

Tablo 3.3’de özetlenen birim kök testi sonuçlarına göre düzey değişkenlerinin KVS serisi dışındaki hiçbirini durağan, yani  $I(0)$  değildir. GSYİH, Yatırım ve Tüketim serileri  $I(1)$  yani, birinci dereceden bütünüştür.

Durağanlık testlerinin ardından, modele katılan değişkenler arasında bir uzun dönem ilişkisi olup olmadığını saptamak amacıyla Johansen Eş-Bütünleşme testi



yapılmıştır. Test sonucuna göre, değişkenler arasında yüzde 1 ve 5 anlamlılık düzeyinde bir adet eş-bütünleşme ilişkisi olduğu bulunmuş, Sims, Stock ve Watson (1990)' ın, değişkenler arasında yeterince eş-bütünleşme varsa, düzey değerleri ile standart VAR yapılabileceği yorumuna dayanarak, değişkenlerin düzey değerleri ile VAR modeli tahmin edilmiştir.

### III.3.2.2. VAR Modeli İçin Uygun Gecikmenin Bulunması

Model için uygun gecikme uzunlukları, Final Prediction Error (FPE), Akaike Information Criteria (AIC), Schwarz Information Criteria (SC), Hannan Quinn (HQ) bilgi kriterleri test sonuçlarına göre belirlenmektedir. Bu bilgi kriterleri test sonuçları tablo 3.4'de özetlenmiştir.

**Tablo 3.4: VAR Modeli İçin Bilgi Kriterleri Tarafından Seçilen Uygun Gecikme Uzunlukları**

Maksimum Gecikme	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	1	1	1	1	1
2	2	2	2	1	2
3	3	3	3	1	3
4	4	4	4	1	4
5	4	4	4	1	4

Modelin gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Schwarz Bilgi Kriteri (Schwarz Criterion) temel alınmış ve modelin uygun gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir. Bu yöntemde bütün değişkenlere yönelik Schwarz kriteri, her gecikme düzeyi için karşılaştırılarak en küçük Schwarz kriterini veren gecikme düzeyi dikkate alınmaktadır (Schwarz 1978, Reinhart ve Reinhart 1991, Aktaran, Çeviş, 1998: 105).

### III.3.2.3. Bağımlı Değişkenlerin Sıralanması

Bu kısımda, değişkenlerin modelde nasıl bir sıra ile yer alacağı konusuna karar verilmektedir. Değişkenlerin sıralanmasında herhangi bir belirleyici yöntem bulunmamaktadır ancak, incelenen ülkenin kendine has özellikleri ve ekonomik teoriye göre belirli varsayımlar yapılabilmekte ya da konu ile ilgili olarak yapılmış çalışmalar baz alınabilmektedir. Bununla birlikte genel kural olarak bu ekonomide değişkenlerin birbirini etkileme sırası baz alınabilir. Bu, modeldeki değişkenlerin birbirlerini etkilemesinde en dışsal değişkenden en içsel değişkene doğru bir sıralama yöntemini ifade eder. Bir diğer deyişle, diğer değişkenlerden en az etkilenen ancak, diğerlerini en çok etkileyen değişkenden başlayarak bir sıralama yapılabilir.

Modeldeki değişkenlerin sıralamasının belirlenmesinde yukarıda açıklanan kriterler göz önünde bulundurulmuş ve değişkenlerin:

*Kısa Vadeli Sermaye* → *Özel Kesim Tüketim* → *Özel Kesim Yatırım* → *GSYİH* şeklinde sıralanması uygun görülmüştür.

Burada, ülkeye yönelen net kısa vadeli sermaye akımlarının öncelikle özel kesimin tüketim talebi üzerinde etkili olacağı, özel kesim tüketim talebinin özel kesim yatırım talebi üzerinde etkili olacağı ve son olarak da özel kesim yatırım düzeyindeki değişmelerin ülkenin GSYİH düzeyi üzerinde etkili olabileceği varsayılmıştır.

### III.3.2.4. Etki-Tepki Fonksiyon (Impulse Response Function) Sonuçları

Etki-Tepki Fonksiyonları, sistemdeki diğer değişkenlere verilen tesadüfi şoklar karşısında herhangi bir değişkenin dinamik tepkisini değerlendirmek amacıyla kullanılır. Etki-Tepki Fonksiyonlarında, dinamik etkileri ortaya koyabilmek amacıyla, herhangi bir değişkene verilen 1 birimlik standart sapma şokunun, diğer değişkenler üzerindeki etkisi

incelenir. Etki-Tepki Fonksiyonu, standart sapması 2 olan bir bant aralığındaki nokta tahminleri göstermektedir. Bu bant yüzde 95 güven aralığını göstermektedir ve değişkenler arasındaki ilişkinin anlamlı kabul edilebilmesi için bandın sıfır seviyesinin altında veya üstünde olması gerekmektedir.

Modeldeki değişkenlere ait Etki-Tepki Fonksiyon grafikleri şekil 1’de gösterilmektedir. Burada, kısa vadeli sermaye (KVS) değişkenine verilen 1 birimlik standart şok karşısında diğer değişkenlerin 10 çeyreklik dönem içerisinde verdiği tepki incelenmektedir. Şekilden de görüleceği gibi, özel tüketim harcamaları, kısa vadeli sermaye değişkenine ilk iki çeyrekte biraz daha uzun bir dönem, yaklaşık 7-8 ay için pozitif ve istatistiki olarak anlamlı tepki vermiş, bu tepki ilk 2 çeyrek dönem artarak son 1-2 ay ise azalarak ortaya çıkmıştır.

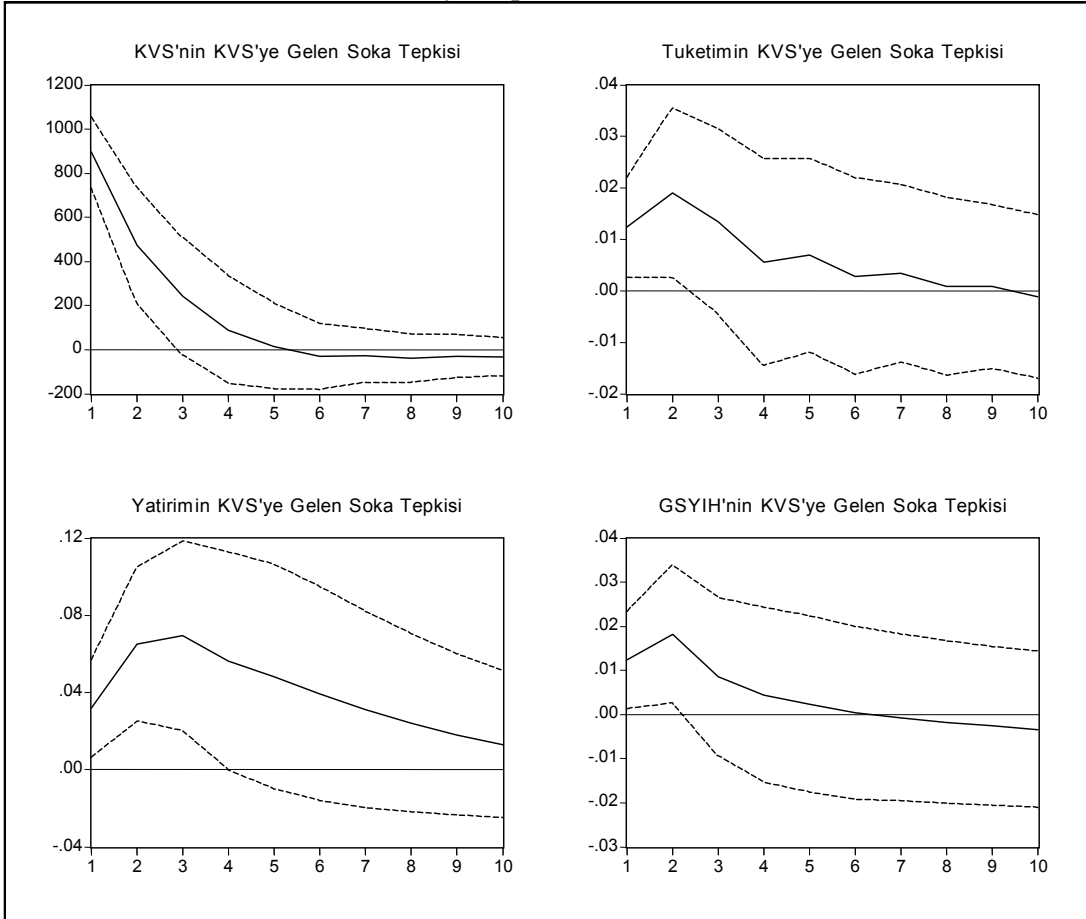
Özel kesim yatırım harcamalarının kısa vadeli sermaye gelen pozitif bir şoka karşı tepkisi ise istatistiki olarak anlamlı bir şekilde dört çeyrek dönem -yani bir yıl-, ilk 3 dönemi artarak son çeyrek dönemi de azalarak sürmektedir. Türkiye ekonomisinde kısa vadeli sermaye girişinin büyük kısmının bankacılık kredileri ve ticari kredilerden oluştuğu göz önünde bulundurulduğunda, tüketim ve yatırımın sermaye girişlerine olumlu tepki vermesi beklenen bir sonuçtur

Kısa vadeli sermaye girişi karşısında özel tüketim ve özel yatırım talebinin pozitif tepki vermesi ile paralel bir şekilde, bu şok karşısında GSYİH değişkeni de kısa vadeli sermaye girişine ilk iki çeyrekte biraz fazla, yaklaşık 7 ay pozitif tepki vermektedir. Bu tepki, ilk 6 ayda artarak son ayda ise azalarak gerçekleşmektedir.

Bu sonuçları, ilgili değişkenlerin sermaye çıkışına tepkisi açısından da yorumlamak mümkündür. Yani, kısa vadeli sermaye çıkışı şeklinde negatif bir şok, özel sektör tüketim, özel sektör yatırım ve GSYİH düzeyinin azalması sonucunu

doğurmaktadır. Bir diğer deyişle, herhangi bir sermaye çıkışı durumunda özel kesim yatırımları 4 çeyrek dönem boyunca, özel tüketim harcamaları 2 çeyrek dönem boyunca azalma göstermekte ve buna bağlı olarak GSYİH daralmaktadır.

**Şekil 1: Standart VAR Modeli Etkiye Tepki Sonuçları**



### III.3.3. Model 2: Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Faiz Oranı, Döviz Kuru ve Enflasyon Üzerindeki Etkisi

İkinci model kısa vadeli sermaye akımlarının, faiz oranı, döviz kuru ve enflasyon gibi parasal göstergeler üzerindeki etkisini test etmeyi amaçlamaktadır. Bu kısımda, kısa vadeli sermaye girişi karşısında faiz oranlarının tepkisini incelemek amacıyla öncelikle devlet iç borçlanma faiz oranı (DİBS) kullanılmış, ortaya çıkan ilişkinin anlamlı

olmaması ancak, para piyasası göstergesi olan gecelik reel faiz oranının modele katılması ile birlikte değişkenler arasındaki ilişkilerin anlamlı görünmesi üzerine bu değişkenin kullanılması tercih edilmiştir. Burada DİBS faiz oranının yüksek olması, kısa vadeli sermaye girişi açısından çekici bir faktör olarak kabul edilmiş ve ekonomiye gelen kısa vadeli sermayeye verilen pozitif bir şoka karşılık, gecelik reel faiz oranı ve modele dahil edilen diğer değişkenlerin ne yönde tepki verdiği incelenmiştir.

### III.3.3.1. Durağanlık Testleri

İlk modelde olduğu gibi burada da değişkenlerin düzey olarak durağan olup olmadıkları, bir diğer deyişle birim köke sahip olup olmadıkları Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testleriyle sınanmıştır. Tablo 3.5’de özetlenen birim kök testi sonuçlarına göre gecelik faiz oranı ve kısa vadeli sermaye değişkenleri durağan yani  $I(0)$  iken diğer iki değişken birinci farklarında durağan, yani  $I(1)$  bulunmuştur.

Bu aşamada, modele katılan değişkenler arasında bir uzun dönem ilişkisi olup olmadığını saptamak amacıyla yapılan eş-bütünleşme testi sonucuna göre, değişkenler arasında yüzde 1 ve 5 anlamlılık düzeyinde bir adet eş-bütünleşme ilişkisi olduğu bulunmuştur. Bu aşamada, Sims, Stock ve Watson (1990)’ ın, değişkenler arasında yeterince eş-bütünleşme varsa değişkenlerin düzey değerleri ile standart VAR yapılabileceği yorumuna dayanarak, değişkenlerin düzey değerleri ile VAR modeli tahmin edilmiştir.

### III.3.3.2. VAR Modeli İçin Uygun Gecikmenin Bulunması

Model için uygun gecikmenin bulunması amacıyla çeşitli bilgi kriterlerine göre yapılan test sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Burada modelin uygun gecikme

uzunluğu, yapılan test sonuçlarına göre 1 olarak belirlenmiştir. Bu karar özellikle Schwarz ve Hannan Quinn bilgi kriterlerine göre alınmıştır.

**Tablo 3.6: VAR Modeli İçin Bilgi Kriterleri Tarafından Seçilen Uygun Gecikme Uzunlukları**

Maksimum Gecikme	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	1	1	1	1	1
2	2	2	2	1	1
3	2	2	2	1	1
4	4	4	4	1	1
5	4	4	4	1	1

### III.3.3.3. Bağımlı Değişkenlerin Sıralanması

Modeldeki değişkenlerin sıralanmasında değişkenlerin birbirini etkileme sırası ve bu konuda yapılan diğer çalışmalar dikkate alınmıştır. Buna göre değişkenlerin:

*Kısa Vadeli Sermaye → Faiz Oranı → Reel Döviz Kuru → Enflasyon Oranı*

şeklinde sıralanmasına karar verilmiştir.

Ülkeye giren kısa vadeli sermayenin ilk etapta faiz oranları ve döviz kuru ile bir etkileşime gireceği, bu sermaye girişinin enflasyon üzerindeki etkisinin ise sonraki aşamalarda ortaya çıkacağı düşünülmüştür. Buna göre, sermaye girişi faiz oranı ve/veya döviz kuru üzerinde etkide bulunarak enflasyon oranını etkileyebilecektir.

### III.3.3.4. Etki-Tepki Fonksiyon (Impulse Response Function) Sonuçları

Modeldeki değişkenlere ait Etki-Tepki Fonksiyon grafikleri Şekil 2'de gösterilmektedir. Burada, kısa vadeli sermaye (KVS) değişkenine verilen 1 birimlik standart şok karşısında, modele dahil edilen diğer değişkenlerin 10 çeyreklik dönem içerisinde verdiği tepki görülmektedir.

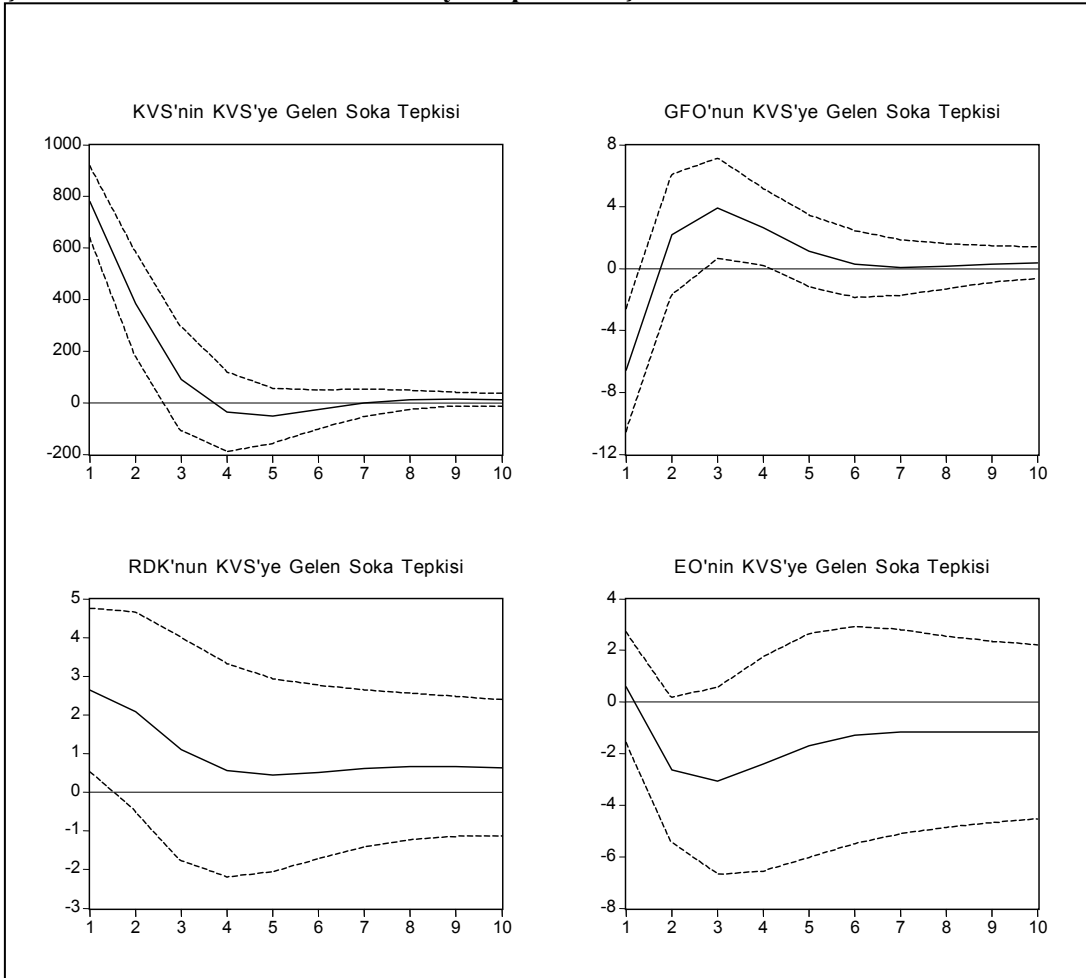
Etki-tepki fonksiyonlarından da görüleceği gibi, gecelik faiz oranları, kısa vadeli sermaye değişkenine verilen bir şok karşısında 1 çeyrek dönemden daha az, yaklaşık olarak 1 ay içinde negatif olarak tepki vermekte ve tepki bu dönem içinde hızlı bir şekilde azalmaktadır. Sonraki dönemler boyunca iki değişken arasındaki ilişkinin anlamsızlaştığı ancak, üçüncü ve dördüncü dönemler arasında, 4 ay süreyle gecelik faiz oranlarının kısa vadeli sermaye şokuna karşı pozitif tepki verdiği görülmektedir. Ortaya çıkan ilk negatif etki, döviz olarak piyasaya giren yabancı sermayenin, bankaların likitidesini yükselterek yurt içindeki yerli para hacmini kısa bir süre için artırması ve bu durumun da faiz oranlarını düşürmesinden kaynaklandığı şekilde yorumlanabilir. Ancak hemen ardından Merkez Bankasının, artan para hacmini, enflasyon oranının yükselmesini engellemek amacıyla, açık piyasa işlemleri ile sterilize etmesine bağlı olarak faizler üzerindeki negatif değişmeyi engellemeye çalışmasından dolayı ilişki kesilmekte, sonraki dönemde ise sterilizasyonun uzun dönem maliyeti olarak ortaya çıkan etki faiz oranlarının yükselmesi şeklinde gerçekleşmektedir.

Döviz kuru değişkeninin kısa vadeli sermayeye verilen bir şok karşısındaki tepkisi ise beklenildiği gibi gerçekleşmiştir. Reel efektif döviz kuru, kısa vadeli sermaye girişleri şeklindeki bir şoka 1 çeyrek dönemden biraz kısa yaklaşık 3 ay boyunca pozitif olarak tepki vermiş yani, yurtiçi para reel olarak değerlendirilmiş ve bu tepki azalarak sonlanmıştır. Burada, yurtdışından ekonomiye giren yabancı sermaye miktarındaki artışın yurtiçi paranın reel olarak değerlendirilmesine yol açtığı anlaşılmaktadır ki, bu durum, ülkeye kısa vadeli sermaye girişinin ekonomideki döviz arzını artırdığı ve fiyatını düşürdüğü için beklenen bir gelişmedir.

Enflasyon oranının kısa vadeli sermayeye verilen bir şok karşısındaki tepkisi ise istatistiki olarak anlamlı değildir. Bu durumun ise, yukarıda sözü edildiği üzere,

Merkez Bankasının, kısa vadeli sermaye girişleri sonucunda artan para arzına karşılık uyguladığı açık piyasa işlemleri ile ‘satış’ şeklindeki sterilizasyon politikasından kaynaklandığı söylenebilir.

**Şekil 2: Standart VAR Modeli Etkiye Tepki Sonuçları**



### III.3.4. Model 3: Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Dış Ticaret Üzerindeki Etkisi

Bu kısımda, yurtiçine gelen kısa vadeli sermaye akımlarının dış ticaret dengesi üzerindeki etkisini test etmek amacıyla bir model kurulmuştur. Sermaye akımlarının dış ticaret üzerindeki etkisinin tartışıldığı önceki bölümde bu akımların, ekonominin dış ticareti üzerindeki etkisinin döviz kuru üzerinde ortaya çıkacak etkiye bağlı olarak



gerçekleşeceği vurgulanmıştır. Bu nedenle bu modelde, kısa vadeli sermaye, reel döviz kuru ve net ihracat değişkenleri kullanılmaktadır.

### III.3.4.1. Durağanlık Testleri

Bu kısımda her bir değişkenin düzey olarak durağan olup olmadıkları, bir diğer deyişle birim köke sahip olup olmadıkları Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testleriyle sınanmıştır. Tablo 3.7’de özetlenen birim kök testi sonuçlarına göre reel döviz kuru ve net ihracat değişkenleri birinci farklarında durağan yani  $I(1)$  iken, kısa vadeli sermaye değişkeni düzey değerinde durağan, yani  $I(0)$  olarak bulunmuştur.

İlk iki modelde olduğu gibi, burada da seriler arasında bir uzun dönem ilişkisi olup olmadığını saptamak amacıyla yapılan Johansen Eş Bütünleşme testi sonucunda, seriler arasında %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde bir adet eş bütünleşme olduğu saptanmış ve değişkenlerin düzey değerleri ile çalışılmıştır.

### III.3.5.2. VAR Modeli İçin Uygun Gecikmenin Bulunması

Bu kısımda, VAR sistemine uygun gecikme uzunluğu araştırılmakta ve bu amaçla yapılan çeşitli test sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

**Tablo 3.8: VAR Modeli İçin Bilgi Kriterleri Tarafından Seçilen Uygun Gecikme Uzunlukları**

Maksimum Gecikme	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	1	1	1	1	1
2	2	2	2	1	1
3	2	2	2	1	1
4	4	4	4	1	1
5	4	4	4	1	1

Tablo 3.8’de özetlenen bilgi kriterleri test sonuçlarına bağlı olarak modelin uygun gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir. Bu karar özellikle Schwarz ve Hannan Quinn bilgi kriterlerine göre alınmıştır.

### III.3.4.3. Bağımlı Değişkenlerin Sıralanması

Bu aşamada, ekonomiye dışarıdan gelen kısa vadeli yabancı sermayenin, o ekonominin dış ticaret dengesi üzerinde ortaya çıkaracağı etkinin döviz kuru aracılığıyla gerçekleşeceği görüşü ve bu konuda yapılmış çalışmalar temel alınmıştır. Buna uygun olarak model için değişkenlerin:

*Kısa Vadeli Sermaye* → *Reel Döviz Kuru* → *Net İhracat* şeklinde sıralanmasına karar verilmiştir.

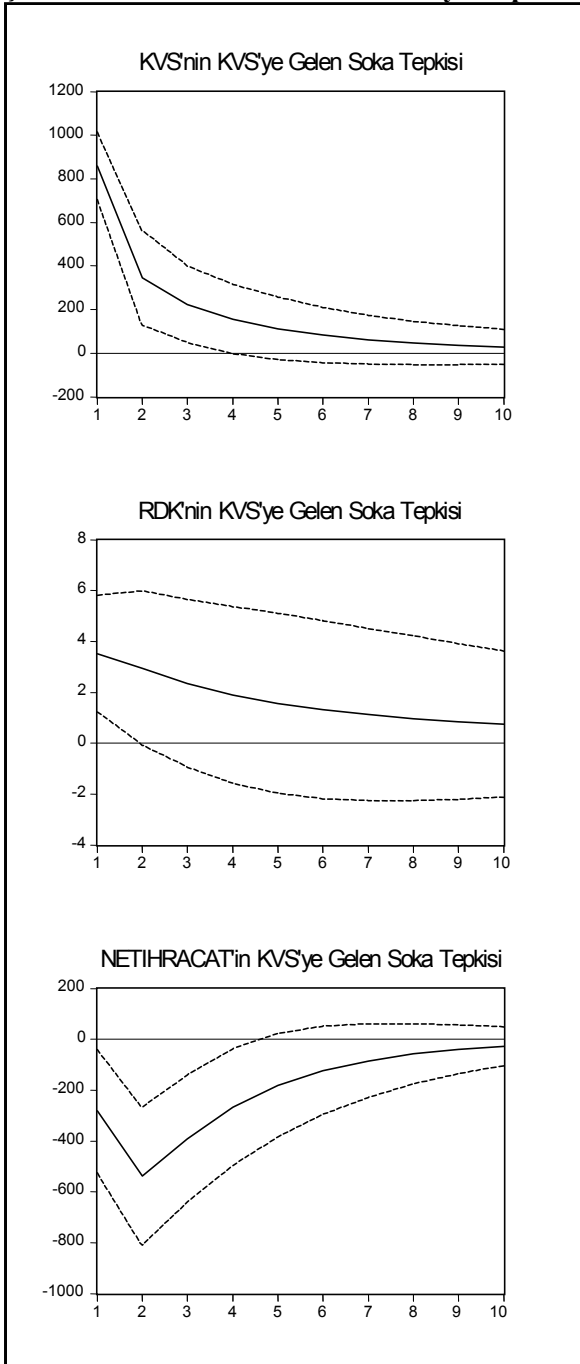
### III.3.4.4. Etki-Tepki Fonksiyon (Impulse Response Function) Sonuçları

Kısa vadeli sermaye girişinin, ekonominin dış ticaret dengesi üzerindeki etkisinin incelendiği Etki-Tepki Fonksiyon Grafiği Şekil 3’de görülmektedir. Sermaye akımlarının ekonominin dış ticaret dengesi üzerinde yaratacağı etki, döviz kuru aracılığıyla ortaya çıkmaktadır. Şekilden de görüleceği gibi, kısa vadeli sermayeye gelen pozitif bir şok karşısında reel döviz kuru pozitif tepki vermekte yani, kısa vadeli sermaye girişi yurtiçi paranın değer kazanmasına yol açmaktadır. Bu sonuç, ikinci modelde bulunan kısa vadeli sermaye girişi-döviz kuru ilişkisi ile tutarlıdır.

Yurtiçi paranın reel olarak değer kazanmasının en olası sonuçlarından birisi ülkenin net ihracatında ortaya çıkacak azalmadır. Şekil 3’de görüldüğü gibi kısa vadeli sermayeye gelen bir pozitif şok karşısında, net ihracat yaklaşık dört çeyrek dönem, yani 1 yıl negatif tepki vermektedir. Buradaki negatif tepki ilk iki çeyrek dönem yani 6 ay

artmakta, takip eden 6 ay boyunca ise azalarak devam etmektedir. Bu sonuçtan da anlaşılacağı gibi kısa vadeli sermaye girişi karşısında ortaya çıkan en anlamlı sonuçlardan birisi, ülke ekonomisinin dış ticaret dengesinin önemli ölçüde bozulmasıdır.

**Sekil 3: Standart VAR Modeli Etkiye Tepki Sonuçları**



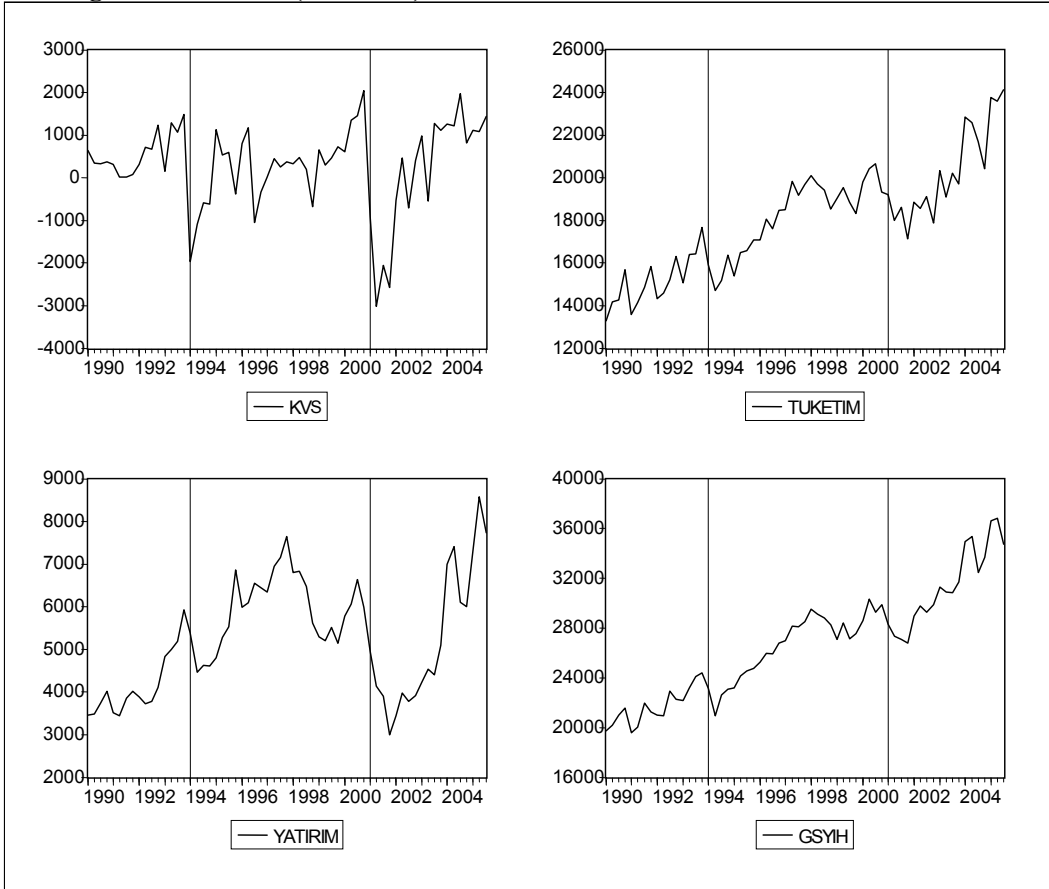
### III.3.5. Modellerdeki Değişkenlerin Serilerinden Elde Edilen Sonuçlar

Kısa vadeli sermaye akımlarının, ekonominin makro değişkenleri üzerindeki etkilerinin test edilmesi, kısa vadeli sermaye akımları ile bu değişkenler arasındaki karşılıklı etkileşimi vermektedir. Yapılan bu analiz bize, ekonomide yaşanan istikrarsızlıklarda kısa vadeli sermaye akımlarının rolünü göstermemekte, yalnızca değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkiyi göstermektedir. Bu nedenle, incelenen değişkenlerin serilerine ait grafiklerin incelenmesi, ekonominin daralma ve genişleme dönemlerinde, kısa vadeli sermaye akımlarının etkilerini görmek ve yaşanan krizlerde, kısa vadeli sermaye akımlarındaki istikrarsızlıkların rolünü anlamak açısından önemli ipuçları verecektir.

Bu nedenle, bu bölümde, ekonometrik analizde kullanılan değişkenlerin orijinal serileri grafiksel olarak incelenmektedir. Şekil 4, 1990-2005 dönemi Türkiye ekonomisinde kısa vadeli sermaye girişi, özel kesim tüketimi, özel kesim yatırımı ve GSYİH serilerine ait grafiklerden oluşmaktadır. Grafiklerdeki dikey çizgiler, ülkede yaşanmış olan iki büyük kriz yılı olan 1994 ve 2001 dönemine denk düşmektedir.

Türkiye ekonomisinde, kısa vadeli sermaye girişlerindeki aşırı oynaklık ve istikrarsızlık, şekil 4'deki ilk grafikten açıkça gözlenmektedir. Görülmektedir ki, Türkiye ekonomisinde, finansal serbestleşmenin ardından ülkeye giren kısa vadeli sermaye aşırı dalgalanma göstermektedir. Kısa vadeli sermaye girişlerinin artış gösterdiği dönemleri ani ve keskin çıkışlar izleyebilmekte, çıkışların hemen ardından ise yeniden yüksek miktarlarda sermaye girişleri gerçekleşmektedir. Özellikle 1994 ve 2001 kriz dönemlerinde sermaye çıkışları çok daha keskin ve şiddetli gerçekleşmiştir. Bu olgu, yaşanan iki büyük krizde de kısa vadeli sermaye çıkışlarının rolünün önemli olduğunu göstermektedir.

**Şekil 4: Türkiye Ekonomisi'nde Kısa Vadeli Sermaye Akımları ve Bazı Makroekonomik Göstergeler 1990-2005 (Bin YTL)**



Burada, özel kesim tüketimine ait grafikteki eğilim ile GSYİH'ya ait grafikteki eğilimin paralel olduğu; her ikisinde de istikrarsız bir yapı gözlenmekle birlikte, trendin yükselme yönünde hareket ettiği görülmektedir. Bu iki grafik arasındaki paralel yapı, 1990-2005 Türkiye ekonomisinde, ağırlıklı olarak tüketim artışına dayalı bir GSYİH büyümesi yaşandığını düşündürmektedir.

Özel kesim yatırım talebine ait grafik, özel kesim yatırım talebinde önemli sorunlara işaret etmektedir. Yatırım talebi aşırı dalgalanma göstermekte, özel kesimin yatırım talebinde bir süreklilik gözlenmemektedir. Ekonominin canlanma dönemlerinde artan yatırım talebi, ekonomide istikrarsızlıkların artarak bir krize dönüştüğü dönemlerde önemli ölçüde düşme göstermektedir. Bu düşüşün, özellikle ekonomiden büyük miktarda sermaye çıkışı ile derinleşen 2001 ekonomik krizinde çok daha ani ve keskin olduğu

gözlenmektedir. Kısa vadeli sermaye girişleri ile özel kesim yatırımları arasında bir ilişki kurulmasının güç olduğu grafikten, ekonomiden ani ve büyük miktarda sermaye çıkışlarının gerçekleştiği dönemlerde, özel kesim yatırımlarının da büyük ölçüde olumsuz etkilendiği sonucunu çıkarmak mümkündür.

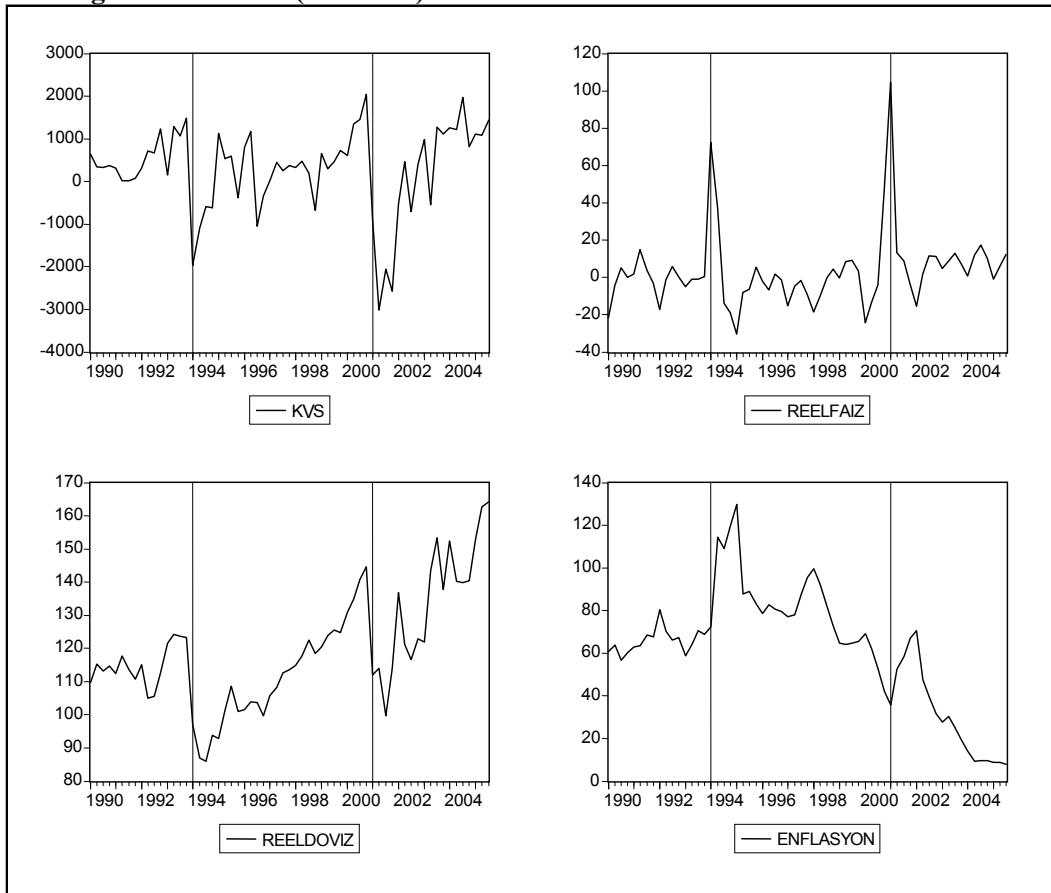
Hem ekonometrik analizden hem de serilerin incelenmesinden elde edilen sonuç, kısa vadeli sermaye girişlerinin, ekonomide tüketim ve yatırım kararlarını olumlu, çıkışların ise, tüketim ve yatırım kararlarını olumsuz etkilediği yönündedir. Bununla birlikte, seriler incelendiğinde, kısa vadeli sermaye giriş çıkışlarındaki istikrarsız yapının, ekonominin tüketim ve özellikle yatırım talebi üzerinde de istikrarsızlıklar yarattığı ve ani sermaye çıkışlarının tüketim ve yatırım ortamını olumsuz etkileyerek GSYİH’da bir daralmaya yol açtığını da görmekteyiz. 1994 ve 2001 kriz yılları dikkatli incelendiğinde, krizin hemen öncesinde en yüksek seviyesine ulaşan kısa vadeli sermaye girişlerinin, krizin ortaya çıktığı anda aniden tersine dönerek en düşük seviyesine ulaştığı ve bu durumun da özellikle yatırım ortamını önemli ölçüde olumsuz etkileyerek, ekonominin GSYİH düzeyinde ciddi bir düşmeye neden olduğu açıkça görülmektedir.

Türkiye ekonomisinde, kısa vadeli sermaye girişleri ile gecelik reel faiz oranı, reel döviz kuru ve enflasyon oranı serilerine ait grafikler şekil 5’de görülmektedir. Grafiklerden açıkça gözlenmektedir ki, değişkenlerin tamamı oldukça istikrarsız bir görünüm sergilemektedir.

Ekonomiye kısa vadeli sermaye girişlerindeki dalgalanma, özellikle gecelik reel faizler üzerinde etkili görünmekte, ani sermaye çıkışlarının yaşandığı kriz yıllarında, gecelik reel faizlerin de hızla yükseldiği gözlenmektedir. Yine, kısa vadeli sermaye girişi ile reel döviz kuru grafikleri bir arada incelendiğinde, ekonomiye kısa vadeli sermaye girişlerinin reel döviz kurunu değerlendirdiği (yerli paranın değer kazandığı), kriz

yıllarında olduğu gibi, kısa vadeli sermaye çıkışlarının ise, yerli paranın değer kaybetmesine neden olduğu görülmektedir. Bununla birlikte enflasyon oranı, reel döviz kuru ile negatif ilişkili gibi görünmektedir. Kısa vadeli sermaye girişlerinin etkisiyle yurtiçi paranın değer kazandığı dönemlerde, enflasyon oranının düşme yönünde hareket ettiği gözlenmektedir.

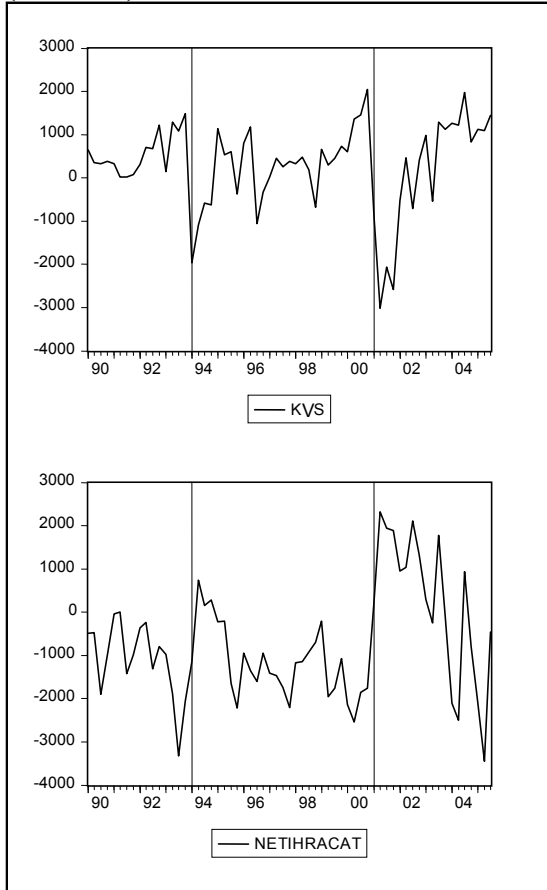
**Şekil 5: Türkiye Ekonomisi'nde Kısa Vadeli Sermaye Akımları ve Bazı Makroekonomik Göstergeler 1990-2005 (Bin YTL)**



Şekil 5'den açıkça gözlenen olgu, kısa vadeli sermaye girişlerindeki istikrarsızlıkların, ekonominin parasal göstergeleri üzerinde de aynı derecede istikrarsızlık yaratmakta olduğudur. Özellikle ekonominin kriz dönemlerinde, kısa vadeli sermaye girişlerinin aniden tersine dönmesi, parasal göstergelerin önemli ölçüde bozulmasına neden olmaktadır. Kısa vadeli sermaye girişlerindeki istikrarsızlıklar ile birlikte, faiz oranlarında

ortaya çıkan istikrarsızlıklar, ekonomide reel yatırım ortamını olumsuz etkilemektedir. Bununla birlikte, gecelik faiz oranlarının, Hazine'nin borçlanma faizlerini etkilediği (Yentürk – Çimenoglu, 2003: 98), göz önünde bulundurulduğunda, kısa vadeli sermaye girişlerinin gecelik faiz oranında ortaya çıkardığı artışın, bir sonraki dönemde Hazine'nin borçlanma faiz oranını yükseltmek yoluyla, kamunun her seferinde daha yüksek faiz oranlarıyla borçlanmak zorunda kalmasına yol açarak, bir başka olumsuzluğa neden olduğu söylenebilir.

**Şekil 6: Türkiye Ekonomisi'nde Kısa Vadeli Sermaye Akımları ve Net İhracat 1990-2005 (Bin YTL)**



Şekil 6, ekonometrik analizden elde edilen, ekonomiye yönelen kısa vadeli sermaye akımlarının, ekonominin dış ticaret dengesini olumsuz etkilediği şeklindeki bulguyu grafiksel olarak görmemize imkân vermektedir. Şekil 6'da yer alan iki değişkene



ait grafikler bir arada incelendiğinde, ekonomiye kısa vadeli sermaye girişinin artış gösterdiği dönemlerde ülkenin net ihracatında düşme yaşandığı, kısa vadeli sermaye girişinin azalma gösterdiği dönemlerde ise net ihracatın artış gösterdiği gözlenmektedir. Kısa vadeli sermaye girişinin yurtiçi parada değerlenmeye yol açması, ithal malları fiyatlarının ucuzlamasına neden olarak ekonomide bir ithalat artışına neden olmakta ve net ihracat üzerindeki etki negatif olmaktadır.

Görülmektedir ki, kısa vadeli sermaye giriş-çıkışlarındaki istikrarsızlıklar, ekonominin hemen hemen tüm sektörlerindeki dengesizlikleri artırmakta ve krize uygun ortam hazırlamaktadır. Kriz anlarında ekonomiden hızla çıkan kısa vadeli sermaye akımları, krizin derinleşmesine neden olmakta ve ekonominin tüm kesimlerinde telafi edilmesi zor olumsuzluklara neden olmaktadır.

## SONUÇ

Finansal serbestleşme sonrası, uluslararası finansal sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere doğru yönelmesi, bu ülke ekonomileri üzerinde önemli etkiler ortaya çıkarmaktadır. Finansal sermaye akımlarının gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkilerinin ortaya konulması, bu ülkelerin finansal sermaye akımları karşısında uygulayacakları politikaların saptanması açısından büyük önem taşımaktadır.

Türkiye ekonomisi, 1980'li yıllarda dünyada yaşanan serbestleşme sürecine paralel bir şekilde, dışa açılma ve serbestleşme sürecine girmiştir. 24 Ocak 1980 Kararları ile mal piyasalarında ve yurtiçi finansal piyasalarda başlayan bu serbestleşme sürecini, 1989 yılında aldığı konvertibiliteye geçiş kararı sonucu gerçekleştirdiği dış finansal serbestleşme süreci ile tamamlamıştır. Bu tarihten itibaren Türkiye ekonomisi, uluslararası sermaye akımlarına kapılarını açmak yoluyla tamamıyla dışa açık bir ülke konumuna gelmiştir.

Dış finansal serbestleşmenin ardından, ekonomiye yoğun bir şekilde kısa vadeli sermaye girişi yaşanmıştır. Ekonomide ortaya çıkan kamu kesimi açıklarının karşılanması için yurtdışı kaynaklara duyulan ihtiyaç doğrultusunda uygulanan yüksek faiz-düşük kur politikasına bağlı olarak, hızlı bir şekilde ekonomiye giren kısa vadeli yabancı sermaye ise, ekonominin pek çok kesimini önemli ölçüde etkilemiştir.

Bu çalışmada, 1989 dış finansal serbestleşme aşamasını takiben ekonomiye giren kısa vadeli sermaye akımlarının, makroekonomik yapı üzerinde ortaya çıkardığı etkiler araştırılmıştır. Yapılan çalışmadan çıkan sonuçlara göre, Türkiye ekonomisine kısa vadeli sermaye girişi, ekonomide yerli paranın reel olarak değerlendirilmesine neden olmak ve tüketici kredilerini artırmak yoluyla özel kesimin tüketim talebini artırmaktadır. Yine kısa vadeli sermaye girişinin yerli parada değerlendirilmeye yol açması, ithal yatırım mallarının

görelî fiyatını düşürmek yoluyla, özel kesim yatırım talebinde bir artışa neden olmaktadır. Kısa vadeli sermaye girişinin özel kesim tüketim ve yatırım talebini bu şekilde artırması sonucu, ekonomide bir GSYİH büyümesi ortaya çıkmaktadır. Bu sonucu, kısa vadeli sermaye girişlerinin negatife dönüşmesi durumunda, ekonomide tüketim ve yatırım düzeyinin düşmesi ile ortaya çıkan bir GSYİH daralmasının ortaya çıkması şeklinde de yorumlamak mümkündür. Buna göre, Türkiye ekonomisinde istikrarsızlıkların keskinleştiği dönemlerde çok sık gözlenen bir olgu olan, sermaye girişlerinin tersine dönmesi, özel kesim tüketim ve yatırım talebini önemli ölçüde olumsuz etkilemekte ve GSYİH düzeyinin düşmesine neden olmaktadır.

Ekonomiye kısa vadeli sermaye girişinin bir başka sonucu, kısa vadeli sermaye girişlerinin yerli para da ortaya çıkardığı değerlenmeye bağlı olarak ekonominin dış ticaret dengesinin önemli ölçüde bozulması olarak saptanmıştır. Kısa vadeli sermaye girişinin yerli paranın değerini yükseltmesi, ithal malları fiyatlarının görelî olarak ucuzlamasına neden olmakta, bu sonuca bağlı olarak artan ara ve yatırım malı ithalatı ve bankaların ticari kredilerindeki artış, ekonomide bir yatırım artışının ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu durum ise, bir yandan ekonomide ithalata bağımlılığı artırırken öte yandan ekonominin dış ticaret dengesinin bozulmasına neden olmaktadır.

Enflasyon üzerindeki etkisi istatistiki olarak anlamlı olmayan kısa vadeli sermaye girişlerinin, para piyasası göstergesi olan gecelik faiz oranları üzerindeki etkisine bakıldığında, kısa vadeli sermaye girişlerinin, uzun vadede faiz oranlarını yükseltme eğiliminde olduğu anlaşılmaktadır. Sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde Merkez Bankası'nın, enflasyondaki artışın önüne geçebilmek amacıyla sterilizasyona giderek para piyasasına müdahale etmesi, ilk etapta faiz oranlarında bir düşmeye neden olmakta ancak, faiz oranları uzun vadede yükselme eğilimine girmektedir. Bu sonuç ise, Hazine'nin

borçlanma faizlerinde yeniden bir artışa neden olabilmekte, kamunun, her seferinde daha yüksek faizle borçlanmasına yol açmaktadır. Bununla birlikte, faiz oranlarındaki yükseliş, ekonomideki yatırım ortamını olumsuz etkileyerek, reel yatırımların, spekülâtif yatırımlar lehine önem kaybetmesine yol açmaktadır.

Görülmektedir ki, finansal serbestleşme sonrası ekonomiye yönelen kısa vadeli sermaye, bir yandan ekonomik büyümenin kısa vadeli finansmanı olma rolünü sürdürürken, öte taraftan, ekonominin parasal göstergeleri üzerinde istikrarsızlıklar yaratmakta, ekonominin pek çok sektöründe dengesizliklere yol açmaktadır. Kısa vadeli sermaye girişlerindeki dalgalanmalar, ekonomik dengelerin hassaslaşmasına neden olmakta, özellikle ekonomide bir güvensizlik ortamının yaşandığı dönemlerde hızlı bir şekilde ülkeyi terk eden kısa vadeli sermaye, yaşanan güvensizlik ortamının ağır bir krizle son bulmasına neden olabilmektedir. Türkiye ekonomisinde yaşanan iki büyük krizde de (1994 ve 2001 krizleri), kısa vadeli sermaye çıkışlarının krizlerin derinleşmesine yol açmış olması, hem genel olarak kısa vadeli finansal sermaye akımlarına açık gelişmekte olan ekonomilerde, hem de Türkiye ekonomisinde yaşanan krizlerde, bu tür akımların belirleyici etkisi olduğunu göstermektedir.

Türkiye ekonomisinde yaşanan deneyimler göstermektedir ki, ekonomik yapıda süreklilik gösteren istikrarsızlıkların ve bu istikrarsızlıkların ardından oluşan finansal krizlerin önüne geçebilmenin önemli ve gerekli koşullarından birisi, kısa vadeli sermaye akımlarına uygun bir politika aracı müdahale edilmesidir. Bu nedenle, her ülkenin kendine has özellikleri değerlendirilerek, kısa vadeli sermaye akımlarının ne tür bir politika aracı ile kontrol edilebileceği saptanmalı ve kısa vadeli sermaye giriş-çıkışlarına müdahale edilmelidir.

## KAYNAKÇA

- ABIAD, Abdul – MODY, Ashoka (2005), “Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?”, *The American Economic Review*, March 2005, pp. 66-88
- ADDA, Jacques (2003), *Ekonominin Küreselleşmesi*, İletişim Yayınları, Birinci Basım, İstanbul
- AGRAWAL, P (2001), “Interest Rates and Investment Levels: An Empirical Evaluation of McKinnon, Stiglitz And Neo Structuralist Hypotheses”, [http://scid.stanford.edu/people/mckinnon\\_program/AgrawalPaper.pdf](http://scid.stanford.edu/people/mckinnon_program/AgrawalPaper.pdf), Erişim Tarihi: 08. 08 2005
- AKÇORAOĞLU, Alpaslan (2000), “International Capital Movements, External Imbalances And Economic Growth: The Case Of Turkey”, *Yapı Kredi Economic Review*, Vol:11, Nr: 2, December, 2000
- AKYÜZ, Yılmaz – CORNFORD, Andrew (1999), “Capital Flows To Developing Countries And The Reform Of The International Financial System”, *UNCTAD Discussion Papers* No: 143, November 1999
- AKYÜZ, Yılmaz – BORATAV, Korkut (2002), “The Making Of The Turkish Financial Crisis”, *UNCTAD Discussion Papers*, Nr: 158
- ALTIOK, Metin (2000), “Azgelişmiş Ülkelerde 1980 Sonrasında Ekonomik Kriz, İstikrar Ve Yapısal Uyum Programları: Latin Amerika Ve Türkiye Deneyimi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi
- ARESTIS, Philip – DERNETRIADES, Panicos (1999), “Financial Liberalization: The Experience Of The Developing Countries”, *Eastern Economic Journal*, 1999, Vol. 25, Issue 4, pp. 441-457

ARESTIS, Philip – NISSANKE, Machiko – STEIN, Howard (2003), “Finance And Development: Institutional And Policy Alternatives To Financial Liberalization”, *The Levy-Economics Institute Of Band Collase Working Paper* Nr: 377, April 2003

ARIKBOĞA, Aysel (2001), “Tobin Vergisi Önerisi”,  
<http://www.istanbul.edu.tr/iktisat/maliye/bulten7/tobinvergesi.htm>, Erişim Tarihi: 03. 03. 2006

AYDIN, M. Kemal (2004), “Sermayenin Küreselleşmesi”, [www.iibf.sakarya.edu.tr](http://www.iibf.sakarya.edu.tr), Erişim Tarihi: 14.06.2005

BALİ, Bülent – ÇELEN, Mustafa (2005), “Finansal Piyasalar İle İç Borçlanma Maliyeti İlişkisi: AB Ülkeleri ile Bir Karşılaştırma”,  
[www.marmara.edu.tr/maliyesempozyumu/tebligler/2-3.doc](http://www.marmara.edu.tr/maliyesempozyumu/tebligler/2-3.doc) - 5 Aralık 2005, Erişim Tarihi: 17.11.2005

BALKAN, Erol - YELDAN, Erinç (1998), “Peripheral Development Under Financial Liberalization: The Turkish Experience”,  
[http://academics.hamilton.edu/economics/home/Workpap/01\\_01.pdf](http://academics.hamilton.edu/economics/home/Workpap/01_01.pdf), Erişim Tarihi: 10.05.2004

BALKAN, Erol - BİÇER, Gül - YELDAN, Erinç (2002), “Patterns of Financial Capital Flows And Accumulation In The Post-1990 Turkish Economy”,  
[http://academics.hamilton.edu/economics/home/Workpap/02\\_02.pdf](http://academics.hamilton.edu/economics/home/Workpap/02_02.pdf), Erişim Tarihi: 10.10.2005

BERKSOY, Taner – SALTOĞLU, Burak (1998), “Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri”, *İstanbul Ticaret Odası Yayınları*, Yayın No: 1998-58, İstanbul

BERUMENT, Hakan – DİNÇER, Nergiz (2004), “Do Capital Flows Improve

Macroeconomic Performance In Emerging Markets?: The Turkish Experience”, *Emerging Markets Finance and Trade*, 40 (4), pp. 20-32.

BİÇER, Recep (2001), “Finansal Kalkınma Ve Ekonomik Büyüme”, *Mali Kılavuz Dergisi*, Yıl: 4, Sayı: 14, Ekim-Aralık 2001, ss. 58-70

BORATAV, Korkut – YELDAN, Erinç (2001), “Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In) Stability, And Patterns Of Distrubition”, <http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/B&YCEPA2002.PDF>, Erişim tarihi: 10.05.2004

BORATAV, Korkut (2003), “2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”, [http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar\\_Uye/Boratav\\_agu01](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_agu01), Erişim Tarihi: 10.05.2004

CELASUN, Oya – DENİZER, Cevdet – HE, Dong (1999) “Capital Flows, Macroeconomic Management, And The Financial System: The Turkish Case, 1989-97.” *IMF Working Paper*, No.2141

ÇEVİŞ, İsmail (1998), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Analizi Ve Türkiye Örneği”, *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, 1998

ÇEVİŞ, İsmail – KADILAR, Cem (2001), “The Analysis Of The Short-Term Capital Movements By Using The VAR Model: The Case Of Turkey”, *The Pakistan Development Review*, 40:3 (Autumn 2001) pp. 187-201

DELİCE, Güven (2002), “Uluslararası Sermaye Hareketlerine Tarihsel Bir Bakış”, *Banka Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl: 39, Eylül 2002, ss. 9-51

DUMAN, Koray (2004), “Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri”, *Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi* (8) 2004, ss. 38-61

DURUSOY, Serap (2004), “Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri,”  
[www.dtm.gov.tr](http://www.dtm.gov.tr), Erişim tarihi: 14.06.2005

EMİL, Ferhat – VEHBİ, Tuğrul (2003), “Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Kalkınma:  
 Türkiye Örneği”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 14. cilt, 48. sayı

ESCHENBACH, Felix (2004), “Finance And Growth: A Survey Of The Theoretical And  
 Empirical Literature”, *Tinbergen Institute Discussion Paper* TI 2004 – 039/2.

ESEN, Oğuz (1997), “Finansal Piyasaların Küreselleşmesi Ve Sermaye Kontrolleri”,  
*Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Cilt: 8, Sayı: 27, Kış 1997

GEMECH, Firdu – STRUTHERS, John (2003), “The McKinnon-Shaw Hypothesis: Thirty  
 Years On: A Review Of Recent Developments In Financial Liberalization  
 Theory”, *Development Studies Association (DSA) Annual Conference On  
 ‘Globalisation And Development’*, Glasgow, Scotland, September 2003

GÖKBEL, Doğan (2002), “Uluslararası Bir Vergi: Tobin Vergisi”,  
<http://www.eso-es.net/kurumsal/yazi.asp?82>, Erişim Tarihi: 03.03.2006

GUJARATİ, Damodar N. (2001), *Temel Ekonometri*, Literatür Yayıncılık, İkinci Basım,  
 İstanbul

GÜLOĞLU, Bülent – ALTUNOĞLU, Ender (2002), “Finansal Serbestleşme Politikaları  
 Ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika Ve Türkiye Krizleri”, *İstanbul  
 Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No: 27, Ekim 2002

IMF - *World Economic And Financial Surveys World Economic Outlook*,  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/02/data/1.2.pdf>, Erişim Tarihi:  
 01.03.2005

İNANDIM, Şeyda (2005), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri



İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği”,  
<http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/seydainandim.pdf>, Erişim  
 Tarihi: 02.02.2006

İNSEL, Aysu – SUNGUR, Nesrin (2003), “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği – 1989: III – 1999: IV”,  
<http://www.tek.org.tr> (Tartışma Metni 2003/8)

KAMINSKY, Laura G. – SCHMUKLER, Sergio L. (2002), “Short-Run Pain, Long-Run Gain, The Effects Of Financial Liberalization”,  
<http://www.worldbank.org/research/bios/schmukler.htm>, Erişim Tarihi:  
 24.10.2005

KAR, Muhsin – KARA, M. Akif (2002), “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri Ve Krizler”, [www.dtm.gov.tr](http://www.dtm.gov.tr), Erişim Tarihi: 10.10.2005

KAR, M., KARA, M.A. ve KAPLAN, M., (2004), “Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri”, *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Yıl:1, Sayı:1, 13-24.

KAR, Muhsin – AĞIR, Hüseyin (2005), “Finansal Derinleşmenin Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme”, *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl:42, Sayı:496, Temmuz

KAR M.- KARA M. A., (2005), “Yabancı Sermaye Çeşitlerinin Yatırımlar Ve Tasarruflar Üzerine Etkilerinin Ekonometrik Analizi”, *İktisat İşletme Finans Dergisi*, Yıl: 20, Sayı:228, 93-108.

KARABULUT, Gökhan (2002), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, Der Yayınları, Birinci Basım, İstanbul

KAZGAN, Gülten (1988), *Ekonomide Dışa Açık Büyüme*, Altın Kitaplar Yayınevi, İkinci

Basım, İstanbul

KAZGAN, Gülten (1997), *Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen, Ne Getiriyor? Ne Götürüyor? Nereye Gidiyor?*, Altın Kitaplar Yayınevi, Birinci Basım, İstanbul

KEPENEK, Yakup – YENTÜRK, Nurhan (2001), *Türkiye Ekonomisi*, Remzi Kitabevi, Onikinci Basım, İstanbul

KIRMANOĞLU, Hasan – ÖZÇİÇEK, Ömer (1999), “The Effect Of Short Term Capital Inflow On The Turkish Economy”, *Yapı Kredi Economic Review*, Vol:10, Nr:1, June 1999, pp. 27-34

KOSKA, Onur (2005), “Financial Liberalization Era In Turkey Critique On Decree No: 32”, <http://yunus.hacettepe.edu.tr/~koska>, Erişim Tarihi: 10.01.2006

MEJIA, Alejandro Lopez (1999), “Large Capital Flows: A Survey Of The Causes, Consequences, And Policy Responses”, *IMF Working Paper*, WP/99/17,

MIHÇI, Sevinç (2000), “Finansal Serbestleşme Sonrası Türkiye Ekonomisi” *H.Ü. İktisadi İdari Bilimler Dergisi*, 18, 2,ss 83-107

OKSAY, Suna (2000), “Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler (Regulation) İhtiyacı Ve Türk Finans Sistemi”, *Öneri Dergisi*, Haziran 2000

ÖZGEN, Ferhat Başkan (1998), “Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları”, *Dokuz Eylül Üniversitesi Yayını*, ss. 47-79

SAVRAN, Sungur (1988), “Bunalım, Sermayenin Yeniden-Yapılanması, Yeni Liberalizm”, *Dünya Kapitalizminin Bunalımı İçinde*, Derleyen: Savran, Sungur, 1. Baskı, Alan Yayıncılık, İstanbul, Syf: 19-65

SEYİDOĞLU, Halil (2001), *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*, Güzem

Yayınları, Ondördüncü Baskı, İstanbul

SEYİDOĞLU, Halil (2003), “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler; Türkiye Ve Dönüşüm Ekonomileri”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4 (2) 2003, 141-156.

SIMS, Christopher.A. – STOCK, J – WATSON, M.W. (1990), “Inference In Linear Time Series Models With Some Unit Roots”, *Econometrica*, 58 (1), 113-144

ŞENGÖNÜL, Ahmet - DEĞİRMEN, Süleyman (2005), “Kısa Süreli Sermaye Hareketlerinin Türkiye'nin Ekonomik Büyümesine Etkisi: Sermaye Piyasası Ve Bankacılık Kanalı”, Türkiye Ekonomi Kurumu, 13.Ulusal İktisat Sempozyumu

ŞENGÖNÜL, Ahmet – TUNCER, İsmail (2004), “Dış Ticaret Politikaları Ve Uzun Dönem Büyüme”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Sayı: 52-53, Yaz-Güz 2004, Cilt:15, ss. 161-184

TARI Recep, (1999), *Ekonometri*, Alfa Yayınları-609, İktisat Dizisi No:032, İstanbul

TAŞ, Seyhan (2001), “Finansal Liberalizasyon, Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri”, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*

TAYLOR, Mark P. – SARRO, Lucio (1997), “Capital Flows To Developing Countries: Long And Short Term Determinants”, *The World Bank Economic Review*, Vol. 11, Nr. 3, pp. 451-470

TCMB, (2006), *Genel İstatistikler*, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>, Erişim Tarihi: 30.01.2006

UZGÖREN, Nevin – UZGÖREN, Ergin (2003), Zaman Serilerinde Sahte Regresyon

Sorunu Ve Reel Kamu Harcamalarına Yönelik Bir Ekonometrik Model Uygulaması, <http://www.tdcif.org/img/makale/zamanserisi.doc>, Erişim Tarihi: 25.03.2006

UZUNOĞLU, Sadi – ALKİN, Kerem – GÜRLESEL, Fuat (1995), *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri Ve Türkiye*, IMKB Araştırma Yayınları, No: 6, Haziran 1995

VERGİL, Hasan (2002), “Sermaye Hareketlerinin Kontrolü Ve Özel Yatırımlar Üzerine Etkileri”, *Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* (3) 2002/1, ss. 19-33

YELDAN, Erinç (1996), “Azgelişmiş Ülkelere Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri Üzerine Gözlemler”, *İktisat Dergisi*, Ekim-Kasım 1996, Syf: 49-57

YELDAN, Erinç (2002), “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler”, *Praksis Dergisi*, Sayı 7, Syf: 19-34

YELDAN, Erinç (2003), *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Bölüşüm, Birikim, Büyüme*, İletişim Yayınları, Sekizinci Basım, İstanbul

YENTÜRK, Nurhan – ÇİMENOĞLU, Ahmet (2002), “Impacts Of International Capital Flows On The Turkish Economy”, <http://www.erc.metu.edu.tr/kongre2002>, Erişim Tarihi: 05.05.2005

YENTÜRK, Nurhan – ÇİMENOĞLU, Ahmet (2003), “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi Ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellenmesi” *Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi Ve 1990 Sonrası Krizler*, İçinde, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Birinci Basım, İstanbul, Syf: 73-102

YENTÜRK, Nurhan (2003), *Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi Ve 1990 Sonrası Krizler*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Birinci Basım, İstanbul

YENTÜRK, Nurhan – ÜLENGİN, Burç (2003), “Yurtiçine Sermaye Akışının Derneşik Harcama kategorileri Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği”, *Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi Ve 1990 Sonrası Krizler*, İçinde, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Birinci Basım, İstanbul, Syf: 177-188

YILDIZOĞLU, Ergin (1996), *Globalleşme Ve Kriz*, Birinci Basım, Alan Yayıncılık, İstanbul

YILMAZ, Celali (2005), “Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması: Tobin Vergisi”, [http://bsy.marmara.edu.tr/TR/sempozyum\\_bildirileri/CELALI%20YILMAZ\\_182-201\\_.pdf](http://bsy.marmara.edu.tr/TR/sempozyum_bildirileri/CELALI%20YILMAZ_182-201_.pdf), Erişim Tarihi: 03.03.2006

YURDAKUL, Funda – AKÇORAOĞLU, Alpaslan (2003), “Macroeconomic Variables And Structural Breaks: Empirical Evidence From The Turkish Economy”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt 5, Sayı 1, ss 53-62

**Tablo 1.1: Ülkeler İtibariyle Finansal Serbestleşme Tarihleri**

Ülke	Tam Serbestleşme	Kısmi Serbestleşme	Yurtiçi Finansal Sektör	Sermaye Akımları	Hisse Senedi Piyasaları
<b>Asya Ülkeleri</b>					
Hong Kong	Ağs. 94 -	Ocak 73 -	Ağs. 94p/Mayıs00 -	Ocak 1973 -	
Endonezya	Ara. 88 - Şb. 91	Ocak 83 -	Ocak 78p/Ocak 83 -	Ocak 78p/Ocak 88 - Şb. 91	Ara. 88p/Ağs. 89 -
Kore	Ocak 96 - Ara. 98	Ocak 93 -	Ocak 88p/Ocak 95 -	Ocak 93p/Ocak 96 -	Ocak 91p/Ocak 98 -
Malezya	Şb. 91 - Ara. 97	Hz. 79 - Ağs. 98	Ekim 78p - Eylül 85	Hz. 79p - Ara. 93	Tem. 73/Ocak 75p/84 - Ara. 97
Filipinler	Eylül 94 - Ara. 97		Şubat 91 -	Ara. 94 - Ağs. 98	
	Ocak 94	Mart 86	Tem. 81p/Ara. 82 -	Ocak 76p - Ara. 82	Mart 86p/Ocak94 -
Tayvan	Ocak 97	Ocak 87	Eylül 84p/Tem. 89 -	Ocak 87p/Ocak97 -	Ocak 87p/Nisan 98 -
Tayland	Ocak92 - Nisan 97	Ocak 90	Hz. 89p/Hz. 92 -	Ocak 79p - Ara. 81	Ocak 88p/Ocak 90 -
	Ocak 98 -			Ocak 92/Ağs. 95p - Nisan 97	
<b>Latin Amerika</b>					
Arjantin	Ara. 78 - Mart 82	Ocak 77 - Mart 82	Ocak 77 - Hz. 82	Nisan 76p/Ara. 78 - Mart 82	Ocak 77p - Mart 82
	Ara. 89 -	Ocak 89 -	Ekim 87 -	Ara. 89 -	Ocak 89
Brezilya	Hz. 91 - Ara. 93	Ocak 76 - Ocak 79	Ocak 76 - Ara. 78	Ocak 90p - Ara. 93	Ocak 73p*/Hz. 91 -
	Mart 95 -	Ocak 89 -	Ocak 88p/Ocak 89 -	Mart 95p -	
Şili	Nisan 90 - Mayıs 91	Hz. 79 - Kasım 82	Ocak 74p/Mayıs 75 - Kasım 82	Hz. 79p - Ara.82	Ocak 87p/Ocak 92 -
	Ocak 92	Ocak 87	Ocak 84p/Ocak 85 -	Nisan 90/Hz. 91p/Eylül 98 -	
Kolombiya	Eylül 98 -	Ocak 91 -	Ağs. 74p/Eylül 80 - Ara. 85	Ocak 91p/Eylül 98 -	Ocak 91p -
			Tem. 86 -		
Meksika	Kasım 91 -	Ocak 74 - Tem. 82	Ocak 74p - Ağs. 82	Ocak 73* - Tem. 82	Ocak 89p/Ocak 91 -
		Nisan 89	Ekim 88p/Nisan 89 -	Kasım 91 -	
Peru	Ocak 92 -	Ocak 91 -	Ocak 73p* - Ara. 81	Ocak 73p* - Ara. 86	Ocak 92 -
			Ocak 91 -	Ocak 91 -	
Venezuela	Ağs. 81 - Ocak 83	Ocak 77 - Ocak 84	Ağs. 81 - Ağs. 84	Ocak 73* - Ocak 83	Ocak 77 - Ara. 87
	Ocak 90 - Hz. 93	Mart 89 - Ara. 93	Ocak 89 - Ağs. 94	Mart 89 - Ara. 93	Ocak 90 - Hz. 93
<b>Avrupa</b>					
Danimarka	Ekim 88 -	Ocak 73 - Ara. 75	Ocak 73p - Ocak 75	Ekim 88	
		Mart 79 -	Mart 79p/Ocak 81 -		
Finlandiya	Ocak 90 -	Ocak 87 -	Ocak 86p/Ocak 90 -	Ocak 87p/Hz. 89 -	Ocak 73p*/Ocak 90 -
İrlanda	Ocak 92 -	Mayıs 85 -	Mayıs 85p/Şb. 86 -	Ocak 79p/Ocak 92 -	Ocak 73p*/Ocak 92 -
Norveç	Ocak 88 -	Eylül 85 -	Ocak 79 - Ara. 79	Ocak 80p - Ara. 81	Ocak 84p/Ocak 89 -

			Eylül 85p/Ocak 88 -		
Portekiz	Mart 90 -	Ocak 86 -	Ocak 84p/Mart 90 -	Eylül 89p/Ağs. 92 -	Ocak 73* - Ara. 75 Ocak 86
İspanya	Ocak 80 -	Ocak 74 -	Ocak 74p/Ocak 81 -	Ocak 75p/Ocak 80/Hz. 88p/Ara. 92-	Ocak 73p*/Ocak 80
İsveç	Ocak 85 -	Ocak 80 -	Ocak 78p/Ocak 85 -	Ocak 84p/Ocak 89 -	
<b>G-7</b>					
Kanada	Ocak 73 -	Ocak 73 -		Ocak 73p*/Mart 75 -	
Fransa	Hz. 85 -	Ocak 85 -	Ocak 85 -	Hz. 85p/Ocak 90 -	
Almanya	Ocak 73 -	Ocak 73 -		Ocak 73p*/Mart 81 -	
İtalya	Mayıs 87 -	Ocak 74 - Ara. 74	Ocak 74 - Ara. 74	Mayıs 87p/Ocak 92 -	
		Ocak 81 -	Ocak 81 -		
Japonya	Ocak 85 -	Tem. 80 -	Ocak 79p/Ara. 91 -	Ocak 79p/Tem. 80 -	Ocak 1985 -
İngiltere	Ocak 81 -	Ekim 73 -	Ocak 81 -	Ekim 73p/Ekim 79 -	
ABD	Tem. 73 -	Ocak 73 -	Ocak 73p*/Ocak 82 -	Tem. 73 -	

Kaynak: Kaminsky – Schmukler, 2002: 33

\*Tablo, ülkelerin yutici finansal sektörlerini, hisse senedi piyasalarını ve sermaye akımlarını serbestleştirme tarihlerinin yanı sıra, finansal piyasaların kısmi ve tam serbestleştirilme tarihlerini göstermektedir. Bir ülkede, en azından iki sektör tam serbestleştirilmişse ve üçüncüsü kısmi olarak serbestleştirilmişse “tam serbestleşme” sağlanmış demektir. Eğer sadece yıl belli ise ve ay belli değilse ve bu bir serbestleşme döneminin başlangıcı ise, başlangıç tarihi olarak Ocak ayı kabul edilmiştir. Eğer bu dönem, bir serbestleşme döneminin sonu ise, bitiş tarihi olarak Aralık ayı alınmıştır. “-“, dönemin 2001 yılı sonuna kadar devam ettiği anlamına gelmektedir. \*, ölçümlerin inceleme döneminden daha önce başlamış olduğunu göstermektedir

**Tablo 1.2: 36 Ülke Ekonomisi İçin Hesaplanmış Finansal Serbestleşme Endeksi, 1973-1996**  
(0 = Tam Baskılanmış; 18 = Tam Serbestleşmiş)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Doğu Asya</b>																								
Endonezya	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	4	4	4	8	9	8	9	10	10	10	10	11
Kore	0	0	0	0	0	0	0	0	3	6	6	7	8	9	9	9	8	8	10	10	10	10	10	10
Malezya	7	7	5	6	6	9	9	10	10	10	10	10	9	9	12	12	13	13	13	13	13	12	12	12
Filipinler	3	3	3	3	3	3	3	6	6	6	8	8	8	8	8	8	9	9	9	10	10	10	11	11
Singapur	15	15	15	15	15	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
Tayvan	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	4	4	4	6	6	6	6	6
Tayland	2	2	2	2	2	2	2	5	5	5	5	5	5	5	5	5	9	10	10	12	13	13	13	13
<b>Güney Asya</b>																								
Bangladeş	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2	2	2	2	3	4	6	7	7	8	7	7
Hindistan	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4	6	6	6	6
Nepal	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	2	2	2	4	4	4	4	4	6	6	6
Pakistan	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4	5	5	8	10	10
Sri Lanka	0	0	0	0	1	6	6	7	7	7	7	7	7	7	7	8	7	7	7	7	8	9	9	9
<b>Latin Amerika</b>																								
Arjantin	0	0	0	0	11	11	11	11	11	3	3	3	3	3	5	6	6	6	6	12	12	12	12	12
Brezilya	1	1	1	3	3	3	1	1	2	2	2	2	2	2	2	4	5	5	6	6	6	6	7	8
Şili	0	8	9	11	11	12	14	14	14	13	12	13	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Kolombiya	3	4	3	3	3	3	3	4	4	3	3	3	3	3	3	3	3	4	10	10	9	9	9	9
Meksika	3	4	4	4	4	4	4	4	4	2	2	2	2	2	2	3	9	9	12	12	12	12	12	13
Peru	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	11	13	13	13	13
Venezuela	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	4	4	8	8	8	3	3	8
<b>Afrika ve Orta Doğu</b>																								
Mısır	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	9	9	9	9	9	9	10
Gana	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	3	4	4	5	5	6	7	8	8
İsrail	5	5	5	5	7	7	5	5	5	5	3	3	3	3	10	10	10	11	11	11	12	12	12	12
Morocco	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	3	3	7	8	8	11
Güney Afrika	7	7	7	5	5	5	5	11	11	11	13	13	12	12	12	12	12	13	14	14	14	14	17	17
Zimbabve	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	5	5	5	6	8	8	8
<b>OECD Ülkeleri</b>																								
Avusturya	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3	3	6	9	9	11	13	13	13	13	14	14	17	17	17
Kanada	15	15	15	15	15	15	15	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	17	18	18	18	18	18



Fransa	5	5	5	5	5	5	5	5	5	4	4	7	9	12	13	13	13	13	13	13	14	14	14	14
İngiltere	12	12	12	12	12	12	14	15	17	17	17	17	17	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Almanya	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	17	17	17	17
İtalya	5	5	6	6	6	6	6	6	6	6	8	8	8	6	6	8	9	12	12	13	15	15	15	15
Japonya	4	4	4	4	4	4	6	7	7	7	7	9	10	10	10	10	10	10	11	11	13	13	14	14
Yeni Zelanda	2	2	2	4	4	4	4	4	2	2	2	10	13	14	15	15	16	16	16	18	18	18	18	18
Türkiye	1	1	1	1	1	1	1	6	6	6	5	5	5	7	8	9	13	12	12	12	12	12	12	12
ABD	13	14	14	14	14	14	14	15	15	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	17	17	17

Kaynak: Abiad – Mody, 2005: 86

**Tablo 2.1: Gelişmekte Olan Ükelere Net Sermaye Girişi (1995-2004)**

	Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri: Net Sermaye Akımları (milyar dolar)									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Toplam</b>										
<b>Net Özel Sermaye Akışı</b>	192,9	226,5	132,6	77,8	86,7	47,1	42,7	80,3	113,1	93,8
<i>Net Doğrudan Yatırımlar</i>	101,5	116,2	143,9	156,0	175,4	165,7	180,9	142,9	143,9	145,2
<i>Net Özel Portföy Yatırımları</i>	23,9	83,2	63,3	11,0	19,5	-3,8	-51,2	-52,9	-22,9	-16,8
<i>Diğer Özel Sermaye Akımları (Net)</i>	67,4	27,1	-74,6	-89,2	-108,2	-114,9	-87,1	-9,7	-8,0	-34,6
<b>Net Resmi Akımlar</b>	49,5	-1,8	42,6	57,6	7,6	-12,8	21,1	7,1	10,1	-16,0
<b>Rezerv Değişimleri</b>	-117,9	-104,6	-71,1	-49,7	-88,4	-117,2	-122,4	-211,6	-255,1	-148,5
<b>Cari Hesap</b>	-95,2	-89,0	-71,7	-51,1	34,5	126,7	79,1	133,2	128,9	82,3
<b>Afrika</b>										
<b>Net Özel Sermaye Akışı</b>	11,3	10,1	4,2	8,1	12,2	0,2	5,2	5,0	8,1	9,5
<i>Net Doğrudan Yatırımlar</i>	1,9	3,6	7,8	6,8	9,7	7,9	24,0	11,2	13,3	11,6
<i>Net Özel Portföy Yatırımları</i>	2,5	2,8	7,0	3,7	8,2	-2,2	-8,8	-0,7	-0,7	0,2
<i>Diğer Özel Sermaye Akımları (Net)</i>	6,9	3,7	-10,6	-2,4	-5,8	-5,5	-10,0	-5,5	-4,5	-2,3
<b>Net Resmi Akımlar</b>	5,6	-2,3	3,9	5,6	4,5	5,1	3,5	3,5	4,8	4,4
<b>Rezerv Değişimleri</b>	-3,1	-6,6	-11,2	2,7	-3,5	-13,1	-12,6	-7,2	-13,9	-11,0
<b>Gelişmekte Olan Asya</b>										
<b>Net Özel Sermaye Akışı</b>	99,3	124,6	10,8	-42,1	4,6	-3,3	25,2	57,0	62,4	13,7
<i>Net Doğrudan Yatırımlar</i>	55,8	55,0	59,8	60,9	60,6	58,4	50,9	57,8	66,5	59,6
<i>Net Özel Portföy Yatırımları</i>	22,3	30,0	7,3	-17,2	11,5	4,3	-13,5	-21,1	-10,9	-16,5
<i>Diğer Özel Sermaye Akımları (Net)</i>	21,2	39,6	-56,3	-85,8	-67,5	-66,0	-12,2	20,2	6,8	-29,4
<b>Net Resmi Akımlar</b>	3,8	-13,0	17,1	26,1	3,9	1,9	-9,7	-9,9	-7,1	-7,6
<b>Rezerv Değişimleri</b>	-42,9	-46,9	-15,1	-67,8	-78,9	-49,0	-84,9	-167,1	-159,9	-93,7
<b>Hong Kong</b>										
<b>Net Özel Sermaye Akışı</b>	-3,5	-7,1	10,8	-8,5	1,1	4,2	-6,6	-24,9	-27,7	-25,6
<b>Orta Doğu ve Türkiye</b>										
<b>Net Özel Sermaye Akışı</b>	8,1	9,7	17,0	9,6	-1,2	-14,1	-33,6	-15,1	-17,0	-8,0
<i>Net Doğrudan Yatırımlar</i>	6,4	5,0	5,3	6,2	4,9	7,9	11,2	6,3	9,3	8,5

<i>Net Özel Portföy Yatırımları</i>	2,0	1,8	-0,8	-13,0	-1,9	-11,1	-19,5	-16,6	-10,8	-6,1
<i>Diğer Özel Sermaye Akımları (Net)</i>	-0,3	2,9	12,6	16,4	-4,3	-10,8	-25,4	-4,9	-15,4	-10,3
<b>Net Resmi Akımlar</b>	4,8	6,5	6,2	4,0	2,4	-5,8	9,6	1,8	2,4	2,2
<b>Rezerv Değişimleri</b>	-11,8	-22,6	-20,5	9,3	-6,9	-28,7	-8,2	-10,1	-22,5	-11,3
<b>Batı Ülkeleri (hemisphere)</b>										
<b>Net Özel Sermaye Akışı</b>	43,4	76,4	74,4	74,4	53,4	55,3	29,8	7,8	28,3	41,8
<i>Net Doğrudan Yatırımlar</i>	24,5	40,3	56,1	61,0	76,3	68,1	69,0	39,6	29,1	36,3
<i>Net Özel Portföy Yatırımları</i>	3,5	48,0	29,1	25,3	2,5	8,7	-3,8	-7,9	3,7	7,0
<i>Diğer Özel Sermaye Akımları (Net)</i>	15,4	-11,9	-10,8	-12,0	-25,5	-21,5	-35,3	-23,9	-4,5	-1,4
<b>Net Resmi Akımlar</b>	19,7	-4,8	9,2	10,2	-2,8	-10,2	23,4	13,6	12,7	-13,0
<b>Rezerv Değişimleri</b>	-22,9	-28,3	-14,4	7,8	8,6	-2,8	1,1	-1,8	-29,0	-8,9
<b>Countries in Transition</b>										
<b>Net Özel Sermaye Akışı</b>	30,7	5,6	26,1	27,8	17,7	9,0	16,0	25,6	31,2	36,7
<i>Net Doğrudan Yatırımlar</i>	12,9	12,3	14,9	21,2	23,8	23,4	25,9	27,9	25,8	29,2
<i>Net Özel Portföy Yatırımları</i>	-6,4	0,5	20,7	12,1	-0,9	-3,4	-5,7	-6,7	-4,2	-1,4
<i>Diğer Özel Sermaye Akımları (Net)</i>	24,2	-7,2	-9,4	-5,5	-5,2	-11,0	-4,2	4,4	9,6	8,9
<b>Net Resmi Akımlar</b>	15,6	11,8	6,2	11,7	-0,4	-3,8	-5,6	-1,9	-2,7	-2,1
<b>Rezerv Değişimleri</b>	-37,2	-0,2	-10,0	-1,7	-7,7	-23,7	-17,8	-25,4	-29,8	-23,5
<b>Petrol İhracatçıları</b>										
<b>Net Özel Sermaye Akışı</b>	5,0	-20,2	9,5	2,6	-27,9	-55,5	-37,2	-52,6	-37,8	-20,2
<b>Nonfuel Exporters</b>										
<b>Net Özel Sermaye Akışı</b>	187,9	246,7	123,1	75,1	114,6	102,5	79,8	132,9	150,9	114,0

Kaynak: IMF - World Economic And Financial Surveys World Economic Outlook, 2005

**Tablo 3.1: Türkiye Ekonomisi'nde Makroekonomik Göstergeler, 1990-2004 (Bin YTL)**

Yıllar	GSYİH	Özel Tüketim	Özel Yatırım	Nominal Faiz Oranı	Enflasyon Oranı	KKBG/GSMH	Reel Döviz Kuru	Net İhracat
1990	83440	57803	14754	48,39	60,36	7,4	113,25	(-)3844
1991	84041	58913	14893	68,25	65,68	10,2	113,75	(-)2448
1992	88273	60863	15536	74,00	71,09	10,6	109,5	(-)2702
1993	95027	65999	20974	78,00	65,64	12,0	123,25	(-)8231
1994	90591	62494	19070	115,25	103,93	7,9	91,00	47
1995	97728	66012	22482	99,00	97,34	5,0	101,00	(-)4288
1996	104940	71614	25197	106,50	80,31	8,6	102,25	(-)4855
1997	112892	77621	28205	101,75	84,53	7,7	85,00	(-)6823
1998	116541	78113	25871	102,50	86,66	9,4	118,5	(-)3930
1999	111084	76077	21260	90,00	64,77	15,5	123,75	(-)4986
2000	119147	80774	24652	50,75	56,43	11,8	137,75	(-)8300
2001	110268	73355	16050	76,00	53,46	16,4	110,25	6397
2002	118923	74894	15207	59,50	47,19	12,7	124,25	5438
2003	125778	79862	18301	35,00	25,55	8,7	139,50	1723
2004	137110	87897	26622	23,00	10,65	4,3	143,25	(-)4483

Kaynak: TCMB, EVDS, 2006

**Tablo 3.2: Türkiye Ekonomisi'ne Net Sermaye Girişleri, 1990-2004 (Milyon Dolar)**

Yıllar	DYY	Portföy		NUVSG	NKVSG	Toplam
		Yatırımı				
1990	700	547	(-)259	2382	3370	
1991	783	623	(-)286	628	1748	
1992	779	2411	(-)1348	4045	5887	
1993	622	3917	445	5572	10556	
1994	559	1158	(-)2099	(-)7611	(-)7993	
1995	772	237	(-)1541	2840	2308	
1996	612	570	363	915	2460	
1997	554	1634	3810	1626	7624	
1998	573	(-)6711	3331	365	(-)2442	
1999	138	3429	475	2781	6823	
2000	112	1022	3656	6666	11456	
2001	2855	(-)4515	(-)1736	(-)9810	(-)13206	
2002	962	(-)593	1486	(-)329	1526	
2003	1253	2465	(-)534	(-)285	2899	
2004	1978	8023	6424	7403	23828	
2005	8638	13437	14169	6556	42800	

Kaynak: TCMB, EVDS, 2006

**Tablo 3.3: Birim Kök Test Sonuçları**

ADF Test (Gecikme)	Düzye		Birinci Fark	
	Trendsiz Sabit	Trend ve Sabit	Trendsiz Sabit	Trend ve Sabit
<b>LNGSYİH</b>				
AIC	-0,33 (0,9134)*	-2,30 (0,4223)*	-8,97 (0,0000) <sup>1</sup>	-8,90 (0,0000) <sup>1</sup>
SIC	0,33 (0,9134)*	-3,70 (0,0652)*	-8,97 (0,0000) <sup>1</sup>	-8,90 (0,0000) <sup>1</sup>
HQ	0,33 (0,9646)*	-3,70 (0,0295)*	-8,97 (0,0000) <sup>1</sup>	-8,90 (0,0000) <sup>1</sup>
AIC (Gecikme)	2	2	1	1
SIC (Gecikme)	0	0	1	1
HQ (Gecikme)	2	0	1	1
Bütünleşme	-	-	I (1)	I (1)
<b>LNYATIRIM</b>				
AIC	-2,18 (0,2152)*	-2,32 (0,4141)*	-6,42 (0,0000) <sup>1</sup>	-6,37 (0,0000) <sup>1</sup>
SIC	-2,18 (0,2152)*	-2,32 (0,4141)*	-6,42 (0,0000) <sup>1</sup>	-6,37 (0,0000) <sup>1</sup>
HQ	-2,18 (0,2152)*	-2,32 (0,4141)*	-6,42 (0,0000) <sup>1</sup>	-6,37 (0,0000) <sup>1</sup>
AIC (Gecikme)	1	1	0	0
SIC (Gecikme)	1	1	0	0
HQ (Gecikme)	1	1	0	0
Bütünleşme	-	-	I (1)	I (1)
<b>LNTUKETİM</b>				
AIC	-0,74 (0,8279)*	-2,53 (0,3129)*	-3,36 (0,0164) <sup>2</sup>	-3,33 (0,0703)
SIC	-0,74 (0,8279)*	-2,53 (0,3129)*	-3,36 (0,0164) <sup>2</sup>	-3,33 (0,0703)
HQ	-0,74 (0,8279)*	-2,53 (0,3129)*	-3,36 (0,0164) <sup>2</sup>	-3,33 (0,0703)
AIC (Gecikme)	4	4	3	3
SIC (Gecikme)	4	4	3	3
HQ (Gecikme)	4	4	3	3
Bütünleşme	-	-	I (1)	I (1)
<b>KSS</b>				
AIC	-4,38 (0,0008) <sup>1</sup>	-4,38 (0,0046) <sup>1</sup>	-9,95 (0,0000) <sup>1</sup>	-9,88 (0,0000) <sup>1</sup>
SIC	-4,38 (0,0008) <sup>1</sup>	-4,38 (0,0046) <sup>1</sup>	-9,95 (0,0000) <sup>1</sup>	-9,88 (0,0000) <sup>1</sup>
HQ	-4,68 (0,0008) <sup>1</sup>	-4,38 (0,0046) <sup>1</sup>	-9,95 (0,0000) <sup>1</sup>	-9,88 (0,0000) <sup>1</sup>
AIC (Gecikme)	0	0	0	0
SIC (Gecikme)	0	0	0	0
HQ (Gecikme)	0	0	0	0
Bütünleşme	I (0)	I (0)		

**Not:** ADF t-test  $H_0: (r-1)=0$ , parantez içinde MacKinnon (1996) tek yönlü p-değerleri verilmiştir.

\* %1, %5 ve %10 MacKinnon (1996) kritik değerlerinde birim kök varlığını reddedemiyoruz.

<sup>1</sup> %1, %5 ve %10 MacKinnon (1996) kritik değerlerinde birim kök varlığını reddedebiliyoruz.

<sup>2</sup> %5 ve %10 MacKinnon (1996) kritik değerlerinde birim kök varlığını reddedebiliyoruz

**Tablo 3.5: Birim Kök Test Sonuçları**

ADF Test (Gecikme)	Düzye		Birinci Fark	
	Trendsiz Sabit	Trend ve Sabit	Trendsiz Sabit	Trend ve Sabit
<b>GFO</b>				
AIC	-5,50 (0,0000) <sup>1</sup>	-5,63 (0,0001) <sup>1</sup>	-7,00 (0,0000) <sup>1</sup>	-6,93 (0,0000) <sup>1</sup>
SIC	-5,50 (0,0000) <sup>1</sup>	-5,63 (0,0001) <sup>1</sup>	-7,00 (0,0000) <sup>1</sup>	-6,93 (0,0000) <sup>1</sup>
HQ	-5,50 (0,0000) <sup>1</sup>	-5,63 (0,0001) <sup>1</sup>	-7,00 (0,0000) <sup>1</sup>	-6,93 (0,0000) <sup>1</sup>
AIC (Gecikme)	1	1	3	3
SIC (Gecikme)	1	1	3	3
HQ (Gecikme)	1	1	3	3
Bütünleşme	I (0)	I (0)		
<b>RDK</b>				
AIC	-0,05 (0,9485)*	-2,62 (0,2719)*	-6,06 (0,0000) <sup>1</sup>	-6,27 (0,0000) <sup>1</sup>
SIC	-1,38 (0,5826)*	-2,62 (0,2719)*	-8,20 (0,0000) <sup>1</sup>	-8,27 (0,0000) <sup>1</sup>
HQ	-1,38 (0,5826)*	-2,62 (0,2719)*	-6,06 (0,0000) <sup>1</sup>	-6,27 (0,0000) <sup>1</sup>
AIC (Gecikme)	4	0	3	3
SIC (Gecikme)	0	0	0	0
HQ (Gecikme)	0	0	3	3
Bütünleşme	-	-	I (1)	I (1)
<b>EO</b>				
AIC	0,52 (0,9861)*	-1,01 (0,9339)*	-3,67 (0,0072) <sup>1</sup>	-4,30 (0,0064) <sup>1</sup>
SIC	0,12 (0,9654)*	-1,54 (0,8033)*	-5,85 (0,0000) <sup>1</sup>	-6,32 (0,0000) <sup>1</sup>
HQ	0,12 (0,9654)*	-1,01 (0,9339)*	-5,85 (0,0000) <sup>1</sup>	-4,30 (0,0064) <sup>1</sup>
AIC (Gecikme)	8	8	7	7
SIC (Gecikme)	4	4	3	3
HQ (Gecikme)	4	8	3	7
Bütünleşme	-	-	I (1)	I (1)
<b>KSS</b>				
AIC	-4,38 (0,0008) <sup>1</sup>	-4,38 (0,0046) <sup>1</sup>	-9,95 (0,0000) <sup>1</sup>	-9,88 (0,0000) <sup>1</sup>
SIC	-4,38 (0,0008) <sup>1</sup>	-4,38 (0,0046) <sup>1</sup>	-9,95 (0,0000) <sup>1</sup>	-9,88 (0,0000) <sup>1</sup>
HQ	-4,38 (0,0008) <sup>1</sup>	-4,38 (0,0046) <sup>1</sup>	-9,95 (0,0000) <sup>1</sup>	-9,88 (0,0000) <sup>1</sup>
AIC (Gecikme)	0	0	0	0
SIC (Gecikme)	0	0	0	0
HQ (Gecikme)	0	0	0	0
Bütünleşme	I (0)	I (0)		

**Not:** ADF t-test  $H_0: (r-1)=0$ , parantez içinde MacKinnon (1996) tek yönlü p-değerleri verilmiştir.

\* %1, %5 ve %10 MacKinnon (1996) kritik değerlerinde birim kök varlığını reddedemiyoruz.

<sup>1</sup> %1, %5 ve %10 MacKinnon (1996) kritik değerlerinde birim kök varlığını reddedebiliyoruz.

**Tablo 3.7: Birim Kök Test Sonuçları**

ADF Test Gecikme	Düzye		Birinci Fark	
	Trendsiz Sabit	Trend ve Sabit	Trendsiz Sabit	Trend ve Sabit
<b>RDK</b>				
AIC	-0,05 (0,9485)*	-2,62 (0,2719)*	-6,06 (0,0000) <sup>1</sup>	-6,27 (0,0000) <sup>1</sup>
SIC	-1,38 (0,5826)*	-2,62 (0,2719)*	-8,20 (0,0000) <sup>1</sup>	-8,27 (0,0000) <sup>1</sup>
HQ	-1,38 (0,5826)*	-2,62 (0,2719)*	-6,06 (0,0000) <sup>1</sup>	-6,27 (0,0000) <sup>1</sup>
AIC (Gecikme)	4	0	3	3
SIC (Gecikme)	0	0	0	0
HQ (Gecikme)	0	0	3	3
Bütünleşme	-	-	I (1)	I (1)
<b>NETIHRACAT</b>				
AIC	-3,10 (0,0315)*	-3,25 (0,0839)*	-4,26 (0,0012) <sup>1</sup>	-4,24 (0,0074) <sup>1</sup>
SIC	-3,77 (0,0052) <sup>1</sup>	-3,83 (0,0209)*	-3,63 (0,0079) <sup>1</sup>	-3,60 (0,0384)*
HQ	-3,10 (0,0315)*	-3,25 (0,0839)*	-3,63 (0,0079) <sup>1</sup>	-3,60 (0,0384)*
AIC (Gecikme)	4	4	6	6
SIC (Gecikme)	0	0	3	3
HQ (Gecikme)	4	4	3	3
Bütünleşme	-	-	I (1)	
<b>KSS</b>				
AIC	-4,38 (0,0008) <sup>1</sup>	-4,38 (0,0046) <sup>1</sup>	-9,95 (0,0000) <sup>1</sup>	-9,88 (0,0000) <sup>1</sup>
SIC	-4,38 (0,0008) <sup>1</sup>	-4,38 (0,0046) <sup>1</sup>	-9,95 (0,0000) <sup>1</sup>	-9,88 (0,0000) <sup>1</sup>
HQ	-4,38 (0,0008) <sup>1</sup>	-4,38 (0,0046) <sup>1</sup>	-9,95 (0,0000) <sup>1</sup>	-9,88 (0,0000) <sup>1</sup>
AIC (Gecikme)	0	0	0	0
SIC (Gecikme)	0	0	0	0
HQ (Gecikme)	0	0	0	0
Bütünleşme	I (0)	I (0)		

**Not:** ADF t-test H0:  $(r-1)=0$ , parantez içinde MacKinnon (1996) tek yönlü p-değerleri verilmiştir.

\* %1, %5 ve %10 MacKinnon (1996) kritik değerlerinde birim kök varlığını reddedemiyoruz.

<sup>1</sup> %1, %5 ve %10 MacKinnon (1996) kritik değerlerinde birim kök varlığını reddedebiliyoruz.