

**T.C.**  
**MUĞLA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL SERBESTLEŞME VE EKONOMİK BÜYÜME:**  
**TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Hazırlayan**

**AYŞE KESKİNER MUSULLUGİL**

**Tez Danışmanı**

**PROF.DR. ÖMER GÜRKAN**

**EKİM 2007**  
**MUĞLA**

**T.C.**  
**MUĞLA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL SERBESTLEŞME VE EKONOMİK BÜYÜME:**  
**TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Hazırlayan**

**AYŞE KESKİNER MUSULLUGİL**

**Tez Danışmanı**

**PROF.DR. ÖMER GÜRKAN**

**EKİM 2007**

**MUĞLA**

**T.C.**

**MUĞLA ÜNİVERSİTESİ**

**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**FİNANSAL SERBESTLEŞME VE EKONOMİK BÜYÜME:**

**TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**AYŞE KESKİNER MUSULLUGİL**

**Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nce**

**“Doktora”**

**Diploması Verilmesi İçin Kabul Edilen Tezdir.**

**Tezin Enstitüye Verildiği Tarih :**

**Tezin Sözlü Savunma Tarihi: 25-10-2007**

**Tez Danışmanı: Prof.Dr. Ömer Gürkan**

**Jüri Üyesi: Prof.Dr. Cemil Ertuğrul**

**Jüri Üyesi: Prof.Dr. Osman Aydoğuş**

**Jüri Üyesi: Doç.Dr. Cem Mehmet Baydur**

**Jüri Üyesi: Doç.Dr. Kadir Eser**

**Enstitü Müdürü: Prof.Dr. Aslan Eren**

**EKİM 2007**

**MUĞLA**

## TUTANAK

Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün ...../...../..... tarih ve ..... sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin ..... maddesine göre, İktisat Anabilim Dalı Doktora öğrencisi Ayşe Keskiner Musullugil'in "Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği" adlı tezini incelemiş ve aday ...../...../..... tarihinde saat .....’da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra ..... dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin ..... olduğuna ..... ile karar verildi.

Tez Danışmanı

Üye

Üye

Üye

Üye

## YEMİN

Doktora tezi olarak sunduğum “Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

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

AYŞE KESKİNER MUSULLUGİL

<b>YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ</b>		
<b>TEZ VERİ GİRİŞ FORMU</b>		
<b>YAZARIN MERKEZİMİZCE DOLDURULACAKTIR.</b>		
<b>Soyadı:</b>		
<b>Adı :</b>	<b>Kayıt No:</b>	
<b>TEZİN ADI</b>		
<b>Türkçe :</b>		
<b>Y. Dil :</b>		
<b>TEZİN TÜRÜ: Yüksek Lisans</b>	<b>Doktora</b>	<b>Sanatta Yeterlilik</b>
<b>O</b>	<b>O</b>	<b>O</b>
<b>TEZİN KABUL EDİLDİĞİ</b>		
<b>Üniversite :</b>		
<b>Fakülte :</b>		
<b>Enstitü :</b>		
<b>Diğer Kuruluşlar :</b>		
<b>Tarih :</b>		
<b>TEZ YAYINLANMIŞSA</b>		
<b>Yayımlayan :</b>		
<b>Basım Yeri :</b>		
<b>Basım Tarihi :</b>		
<b>ISBN :</b>		
<b>TEZ YÖNETİCİSİNİN</b>		
<b>Soyadı, Adı :</b>		
<b>Ünvanı :</b>		

<b>TEZİN YAZILDIĞI DİL :</b>	<b>TEZİN SAYFA SAYISI:</b>
<b>TEZİN KONUSU (KONULARI) :</b>	
1. 2. 3.	
<b>TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELEER :</b>	
1. Finansal Serbestleşme 2. Finansal Baskı 3. İktisadi Büyüme 4. Reel Faiz Başka vereceğiniz anahtar kelimeler varsa lütfen yazınız.	
<b>İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMER:</b> Konunuzla ilgili yabancı indeks, abstrakt ve thesaurus'ları kullanınız.	
1. Financial Liberalization 2. Financial Repression 3. Economic Growth Başka vereceğiniz anahtar kelimeler varsa lütfen yazınız.	
1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum	<input type="radio"/>
2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir	<input type="radio"/>
3- Kaynak gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir	<input type="radio"/>
Yazarın İmzası :	Tarih : ...../...../.....

## **Özet**

Bu çalışmanın amacı; finansal serbestleşme ile ilgili temel modellere ve özellikle McKinnon-Shaw hipotezine dayalı olarak, finansal serbestleşme ile iktisadi büyüme arasındaki bağın, Türkiye için geçerliliğinin araştırılmasıdır. 1970'li yılların sonunda, Keynesyen politikalar terkedilmeye, neo-klasik düşünceler hakim olmaya başlamıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler, kalkınma hedeflerine ulaşmak için ihracata dayalı liberal politikaları benimsemeye başlamışlardır. Türkiye'de de 1980 yılından başlayarak, finansal piyasalar ile ilgili önemli reformist kararlar alınmıştır. Bu doğrultuda ilk olarak faiz oranları üzerindeki tavanlar ile döviz kuru üzerindeki kontroller kaldırılmış, yeni finansal enstrümanlar ortaya çıkmıştır. 1989 yılına gelindiğinde, tüm dünyadaki globalleşme hareketinin de etkisiyle, sermaye hesapları serbest bırakılmıştır. 1980 yılı sonrası yaşanan bu hızlı değişim sürecinde, bazıları küçük ancak bazıları da büyük olan ekonomik krizler yaşanmıştır. Çalışmada genellikle söz konusu krizlerin sorumluları arasında gösterilen finansal serbestleşme olgusunun; faiz, tasarruf, yatırım ve nihayet ekonomik büyüme ile ilişkisi irdelenecektir.



## **Abstract**

Objective of this study is to validate the dependency between financial liberalization and economic growth relation to Turkey in view of financial liberalization models, specifically using McKinnon-Shaw hypothesis, and to research the liberalization results by theoretical expectations. Towards end of 70s Neo-classic ideas became more dominant than Keynesyen's politics. Specifically the developing countries had adopted the free market economy to reach their economic growth targets. Starting from 80s, Turkey had also taken important reformist decisions on financial markets. Based on these decisions, interest rate ceiling was released in first step, new financial instruments were developed, and controls over currency exchange rates were lifted. The restrictions on capital account transactions were freed due to the effect of world market globalization in 1989. During this fast transformation period after 1980, economic crisis were happened, some of them were small, but some others were big and had an impact. The study investigates the concept of financial liberalization as one of the cause of the crisis in general. Therefore relations between interest rate, saving, investment and economic growth and financial liberalization were analyzed.

<b>İÇİNDEKİLER LİSTESİ.....</b>	<b>i</b>
<b>TABLolar LİSTESİ.....</b>	<b>v</b>
<b>GRAFİK LİSTESİ.....</b>	<b>vii</b>
<b>KISALTMALAR LİSTESİ .....</b>	<b>viii</b>
<b>GİRİŞ .....</b>	<b>9</b>
<b>İ.BÖLÜM FİNANSAL LİBERALİZASYON VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNE YÖNELİK KURAMSAL VE AMPİRİK ÇALIŞMALAR.....</b>	<b>7</b>
<b>1.1 İktisadi Büyümenin Tanımı, İktisadi Büyüme Modelleri ve Finansal Serbestleşmenin Unsurları: Faiz, Tasarruf, Yatırım İle İktisadi Büyüme Arasındaki İlişki .....</b>	<b>7</b>
1.1.1 İktisadi Büyüme Kavramı ve İktisadi Büyüme İle İlgili Teorik Yaklaşımlar .....	8
1.1.1.1 Klasik Büyüme Teorileri.....	9
1.1.1.2 Keynes'in Büyüme İle İlgili Görüşleri.....	10
1.1.1.3 Dışsal Büyüme Teorileri .....	10
1.1.1.4 İçsel Büyüme Teorileri.....	14
1.1.2 Finansal Serbestleşmenin Unsurları: Faiz, Tasarruf ve Yatırım İle İktisadi Büyüme Arasındaki İlişki .....	16
<b>1.2 Finansal Baskının Tanımı ve Unsurları.....</b>	<b>18</b>
1.2.1 Faiz Oranlarının Kontrolü .....	21
1.2.2 Yüksek Rezerv Tutma Zorunluluğu.....	25
1.2.3 Kredi Dağılımında Seçicilik.....	26
<b>1.3 Finansal Serbestleşmenin Tanımı ve İktisadi Büyüme Kanalları Üzerine Etkisi ....</b>	<b>27</b>
1.3.1 Finansal Serbestleşmenin Tasarruf Üzerine Etkisi.....	31
1.3.2 Finansal Serbestleşmenin Yatırımlar Üzerine Etkisi.....	33
1.3.2.1 Finansal Serbestleşmenin Yatırımların Miktarı Üzerine Etkisi.....	34
1.3.2.2 Finansal Serbestleşmenin Yatırımların Verimliliği Üzerine Etkisi .....	35
1.3.3 Finansal Serbestleşmenin Para Talebi Üzerine Etkisi .....	39
<b>1.4 Finansal Serbestleşmenin Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi .....</b>	<b>40</b>
<b>1.5 Finansal Serbestleşmenin Başarısı İçin Çevresel Unsurlar.....</b>	<b>43</b>
1.5.1 Mali Disiplinin Sağlanması.....	45
1.5.2 Yurt İçi Fiyat Düzeyinde İstikrar Sağlanması.....	46
1.5.3 Dışsal ve İçsel Politikaların Koordinasyonu .....	48
<b>1.6 Finansal Serbestleşme Aleyhinde Olan Görüşler.....</b>	<b>48</b>
1.6.1 1980 Yılı Öncesi Finansal Serbestleşme Aleyhinde Olan Görüşler.....	49
1.6.2 1980 Yılı Sonrası Finansal Liberalizasyon Aleyhinde Olan Görüşler .....	53

1.6.2.1 Finansal Piyasalara Verilen Önem Bakımından Getirilen Eleştiriler .....	53
1.6.2.2 Yeni Yapısalıcıların Görüşleri.....	54
1.6.2.2.1 Yeni Yapısalıcı Görüş Çerçevesinde Resmi Olmayan Finansal Piyasalar .....	56
1.6.2.2.2 Yeni Yapısalıcı Görüş Çerçevesinde Finansal Serbestleşmenin Maliyet Etkisi.....	59
1.6.2.3 Yeni Keynesyen Görüşler .....	61
1.6.2.4 Kredi Tayinlaması Yaklaşımı Taraftarlarının Görüşleri.....	63
<b>1.7 Finansal Liberalizasyon ve İktisadi Büyüme Bağına İlişkin Amprik Çalışmalar ...</b>	<b>66</b>
1.7.1 Finansal Liberalizasyonu Destekleyen Amprik Çalışmalar .....	67
1.7.2 Finansal Liberalizasyon Aleyhine Sonuçlanan Amprik Çalışmalar .....	69
<b>II. Bölüm LATİN AMERİKA, DOĞU ASYA VE RUSYA’NIN FİNANSAL SERBESTLEŞME DENEYİMLERİ VE EKONOMİK BÜYÜME SÜREÇLERİ .....</b>	<b>73</b>
<b>2.1 Rusya’da Finansal Serbestleşme Sonrası ve Ekonomik Büyüme Süreci .....</b>	<b>76</b>
2.1.1 Rusya’da Finansal Piyasalar ve Bankacılık Sektörünün Görünümü .....	78
2.1.2 Rus Finansal Piyasasında Serbestleşme ve 1998 Yılında Yaşanan Ekonomik Kriz.....	81
2.1.3 Rusya’da 1998 Yılı Ekonomik Krizin Ardından Yeniden Yapılanma Süreci.....	84
<b>2.2 Doğu Asya Ülkeleri’nde Finansal Liberalizasyon Deneyimi.....</b>	<b>87</b>
2.2.1 Doğu Asya Ülkelerinde 1997 Yılında Yaşanan Ekonomik Kriz.....	91
<b>2.3 Latin Amerika Ülkeleri’nde Finansal Liberalizasyon Deneyimi.....</b>	<b>93</b>
2.3.1 Şili’de Finansal Serbestleşme Deneyimi .....	95
2.3.2 Brezilya’nın Finansal Liberalizasyon Deneyimi ve Finansal Piyasada Yaşanan Gelişmeler.....	100
2.3.3 Arjantin’in Finansal Serbestleşme Deneyimi .....	104
2.3.3.1 Arjantin Finansal Sisteminde 1994 Yılından Sonra Yaşanan Gelişmeler .....	108
2.3.4 Meksika’da Finansal Serbestleşme Deneyimi.....	109
2.3.4.1 Meksika Finansal Sisteminde Tam Serbestleşme ve Sonrasında Yaşanan Gelişmeler .....	111
2.3.5 Venezuela’da Finansal Serbestleşme Deneyimi.....	115
<b>III. Bölüm TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERBESTLEŞME UYGULAMALARI VE İKTİSADİ BÜYÜME .....</b>	<b>120</b>
<b>3.1 Türk Finans Piyasasında 1970 – 1980 Yılları Arasındaki Gelişmeler ve Finansal Baskı .....</b>	<b>120</b>
<b>3.2 Türk Finansal Piyasasında Serbestleşme ve Sonrasında Yaşanan Gelişmeler .....</b>	<b>125</b>
3.2.1 Finansal Serbestleşmede İlk Dönem: 24 Ocak 1980 Kararları ve Sonrasında Yaşanan Gelişmeler .....	127
3.2.1.1 Döviz Piyasasında Serbestleşme .....	130
3.2.1.2 Faiz Oranları Üzerindeki Kısıtlamaların Kaldırılması .....	131
3.2.1.3 1982 Yılı Finansal Piyasalarda Kriz: Banker Sorunu ve Finansal Liberalizasyon	

Uygulamalarına Etkisi .....	132
3.2.1.4 1984 – 1987 Yılları Arasında Yaşanan Gelişmeler .....	135
3.2.1.5 1988 Yılında Türk Finansal Sisteminde Meydana Gelen Kriz ve Etkileri .....	137
3.2.2 Finansal Liberalizasyonda İkinci Dönem: 32 Sayılı Karar.....	138
3.2.2.1 1994 Ekonomik Krizi ve Finansal Piyasaların Çöküşü .....	142
3.2.2.2 1998 Yılında Yaşanan Dış Kaynaklı Kriz .....	147
3.2.3 1999 Yılında Alınan Kararlar ve Sonrasında Yaşanan Gelişmeler .....	148
3.2.3.1 Bankacılık Sektörü İle İlgili Alınan Kararlar .....	148
3.2.3.2 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı .....	149
3.2.3.3 2001 Krizi Ortaya Çıkış Nedenleri ve Finansal Piyasalar İle Etkileşimi.....	151
3.2.3.4 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, Finansal Piyasalara Etkisi ve Ardından Yaşanan Gelişmeler .....	156
<b>3.3 Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin, Finansal Piyasalar ve Makroekonomik Büyüklükler Üzerine Etkisi .....</b>	<b>158</b>
3.3.1 Finansal Serbestleşme Sonrası Finansal Piyasada Meydana Gelen Gelişmeler .....	158
3.3.2 Finansal Serbestleşmenin Faiz, Tasarruf, Krediler, Yatırım ve İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri .....	163
3.3.2.1 Faiz Oranlarındaki Gelişmeler .....	163
3.3.2.2 Toplam Tasarruf Hacmi ile İlgili Gelişmeler .....	166
3.3.2.3 Toplam Kredi Hacmi İle İlgili Gelişmeler .....	169
3.3.2.4 Toplam Yatırım İle İlgili Gelişmeler.....	171
3.3.2.5 Ekonomik Büyüme İle İlgili Gelişmeler .....	172
<b>IV.BÖLÜM PANEL VERİ YÖNTEMİ İLE FİNANSAL SERBESTLEŞME VE BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLERİN TAHMİNİ .....</b>	<b>175</b>
<b>4.1 Tahmin Edilecek Modelin Kurulması.....</b>	<b>175</b>
<b>4.2 Modelin Tahmin Edilmesi.....</b>	<b>176</b>
4.2.1 Tahmin Edilen Modele Ait Veriler.....	178
4.2.2 Modelin Tahmin Edilmesi.....	179
<b>Sonuç .....</b>	<b>185</b>
<b>EKLER*</b> .....	<b>193</b>
<b>EK. A Asya Ülkeleri.....</b>	<b>194</b>
<b>EK. B Batı Avrupa Ülkeleri .....</b>	<b>195</b>
<b>EK. C Asya Kaplanları.....</b>	<b>201</b>
<b>EK. D Afrika Ülkeleri.....</b>	<b>206</b>
<b>EK. E Güney Amerika Ülkeleri .....</b>	<b>208</b>

**Kaynakça..... 214**

## Tablolar Listesi

Tablo 1 - Rusya'ya ait 1995-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler (%).....	83
Tablo 2 - 1987-2002Yılları Arasında Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Sektörünün Aracılık Gücü (%).....	94
Tablo 3 -Şili'de 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler.....	98
Tablo 4 - Brezilya'da 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler.....	102
Tablo 5 - Arjantin'de 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler.....	106
Tablo 6 - Meksika'da 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler.....	112
Tablo 7 - Venezuela'da 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler.....	118
Tablo 8 - 1970 - 1979 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler.....	121
Tablo 9 - 1980-1994 Yılları Arasında Finansal Liberalizasyon Uygulamalarının Özet Tablosu.....	126
Tablo 10 - 1980 - 1989 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler.....	133
Tablo 11 - 1990 - 1999 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler.....	142
Tablo 12 - 2000 - 2006 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler.....	152
Tablo 13 - Türk Bankacılık Sektörünün 1970 - 2006 Yılları arasında Toplam Aktifleri İçerisinde Krediler ve Menkul Değerler Cüzdanının Payları.....	162
Tablo 14 - Onar yıllık Periyotlar İçerisinde Bazı Makroekonomik Göstergeler.....	164
Tablo 15- Türkiye'de 1923-2006 Yılları Arasında Dönemsel GSMH Büyüme Hızları.....	172
Tablo 16 - Ekonometrik Tahmin Sonuçları-1, 1981-2005-Bağımlı değişken: $g_t$ .....	180
Tablo 17 - Ekonometrik Tahmin Sonuçları-2, 1981-2005 Bağımlı değişken: $t_t$ .....	181
Tablo 18 - Ekonometrik Tahmin Sonuçları-4, 1981-2005 Bağımlı değişken: $pyt$ .....	182
Tablo 19 -Ekonometrik Tahmin Sonuçları-5, 1981-2005 Bağımlı değişken: $i_t$ .....	183
Tablo 20 - Hindistan'a Ait Veriler.....	194
Tablo 21 - İngiltere'ye Ait Veriler.....	195
Tablo 22 - Norveç'e Ait Bilgiler.....	196
Tablo 23 - İsviçre'ye Ait Veriler.....	197
Tablo 24 - Hollanda'ya Ait Veriler.....	198
Tablo 25 - İtalya'ya Ait Bilgiler.....	199
Tablo 26 - İspanya'ya Ait Bilgiler.....	200
Tablo 27 - Japonya'ya Ait Veriler.....	201
Tablo 28 - Tayland'a Ait Veriler.....	202
Tablo 29 - Güney Kore'ye Ait Veriler.....	203
Tablo 30 - Malezya'ya Ait Veriler.....	204
Tablo 31 - Singapur'a Ait Veriler.....	205
Tablo 32 - Kenya'ya Ait Veriler.....	206
Tablo 33 - Nijerya'ya Ait Veriler.....	207

Tablo 34 - Venezüela'ya Ait Veriler .....	208
Tablo 35 - Meksika'ya Ait Veriler.....	209
Tablo 36 - Arjantin'e Ait Veriler .....	210
Tablo 37 - Brezilya'ya Ait Veriler.....	211
Tablo 38 - Şili'ye Ait Veriler.....	212

**Grafikler Listesi**

Grafik 1 - 1970-1979 Yılları Arasında Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Gelişmeler .....	122
Grafik 2 - 1980-1989 Yılları Arasında Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Gelişmeler .....	134
Grafik 3 - 1990-1999 Yılları Arasında Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Gelişmeler .....	143
Grafik 4 - 2000-2006 Yılları Arasında Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Gelişmeler .....	154
Grafik 5 - Finansal Liberalizasyon Sonrası Ekonomik Büyüme, İç Borç Stoku, Yabancı Portföy Yatırımları ve Finansal Derinlik Arasındaki İlişki .....	161
Grafik 6 - 1970-2005 Yılları Arasında Toplam Krediler ve Toplam Menkul Kıymet Cüzdanı Kalemlerinin Toplam Banka Aktifleri İçerisindeki Yeri .....	162
Grafik 7 - Onar Yıllık Periyotlar İçerisinde Reel Faizlerdeki Gelişmeler .....	165
Grafik 8 - Onar Yıllık Periyotlar İçerisinde Finansal Derinlikteki Gelişmeler .....	165
Grafik 9 - Onar Yıllık Periyotlar İçerisinde Ekonomik Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruflar ve Sabit Sermaye Yatırımları Arasındaki İlişki .....	167
Grafik 10 - Onar Yıllık Periyotlar İçerisinde Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Gelişmeler .....	168
Grafik 11 - Onar Yıllık Periyotlar İçerisinde Ekonomik Büyümedeki Gelişmeler .....	173



### **Kısaltmalar Listesi**

- AR-GE: Araştırma Geliştirme  
BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu  
DİBS: Devlet İç Borçlanma Senedi  
DPT: Devlet Planlama Teşkilatı  
GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla  
GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla  
IMF: Uluslararası Para Fonu  
İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası  
LA: Latin Amerika  
OECD: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü  
RFP: Resmi Finansal Piyasalar  
RMB: Rus Merkez Bankası  
ROFP: Resmi Olmayan Finansal Piyasalar  
TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası  
TMSF: Tasarruf Mevduat ve Sigorta Fonu  
TÜFE: Tüketici Fiyat Endeksi  
VMB: Venezüela Merkez Bankası  
GMM: İlk Farkları Alınmış Model

## GİRİŞ

Hem içsel hem de dışsal büyüme teorilerinin ortak noktası, yeterli büyüme hızına ulaşmada sermaye birikiminin önemli role sahip olmasıdır. Bu anlamda finansal araçların sermaye birikimini finanse etmesi nedeniyle iktisadi büyüme üzerindeki etkisi de yadsınmaz. Böylece büyüme hızındaki gelişme, finansal piyasaların etkinliği ve gelişmişlik düzeyi ile yakından ilgilidir. Yeterli kanuni düzenlemeler ve denetleme mekanizmaları ile desteklenerek gelişen bir finansal piyasa, tasarrufların arttırılması ve doğru alanlara yönlendirilmesi ile toplam yatırımların kalitesini yükselterek, hedeflenen büyüme hızına ulaşılmasını mümkün kılmaktadır.

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından savaşın harap ettiği ekonomiler, sömürgeleikten yeni kurtulmuş ülkeler ve gelişmiş ekonomilerin refah seviyesine ulaşmak isteyen diğer ülkelerin hızla büyüme istekleri, iktisat çevrelerinin dikkatlerini iktisadi büyüme konusuna yoğunlaştırmalarına neden olmuştur. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin çoğunda, Keynesyen öğretinin benimsendiği bu dönemde, ekonomide planlı politikalar ve finansal piyasalarda baskı uygulamaları yoğunlaşmıştır.

Yine bu dönemde, gelişmekte olan ülkeler ithal ikameci bir sanayileşme politikası izleyerek, özellikle son ürünlerde ithalalatı kısıtlayıcı önlemler almışlar ve iç pazara yönelik üretimi teşvik etmişlerdir. Söz konusu tarihsel süreçte, 1970'li yıllara kadar, genel olarak Dünyada ekonomik anlamda *altın çağ* yaşanmıştır. Ancak 1970'li yılların ikinci yarısı başladığında ekonomik büyüme hızları azalmış ve döviz tıkanıklıkları baş göstermiştir. Bu sırada petrol fiyatlarının hızla yükselmesi gelişen ekonomilere ek bir yük getirerek, ekonomik problemlerin ağırlaşmasına neden olmuştur. İşte bu sırada aşağıda sayılan durumların mevcudiyeti de ekonomik politikalarda topyekün bir değişikliği teşvik etmiştir. Bu durumlar;

- a) İthal ikameci politikalar ile yeterli döviz rezervine ulaşılamaması,
- b) Güney Kore'nin ihracat öncelikli politikalar ile başarılı bir ekonomik gelişme sağlayarak, ihracata yönelik kalkınma modeline örnek teşkil etmesi,
- c) Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere çıkışlı neo-liberal uygulamaların

yeniden önem kazanması ve üstelik bunların Uluslararası Para Fonu ve Dünya Bankası'nca da benimsenmesi,

- d) Gelişmekte olan ülkelerin iç tasarruf yetersizliğinin giderilmesinde, çare olarak finansal serbestleşme politikalarının sunulması,
- e) Gelişmiş ülkelerdeki fonların yüksek kâr arayışları nedeniyle, küreselleşme tanımı altında dünya finansal piyasalarında serbestçe dolaşabilme istekleridir.

Böylece Neo-klasik öğreti yeniden önem kazanmaya ve Keynesyen politikalar ise bir kenara bırakılmaya başlanmıştır. Ekonomik sorunların aşılmasında dışa dönük, ihracata öncelik veren ve müdahalelerin sınırlandırılıp piyasanın belirleyici güç olduğu politikalar benimsenmiştir. Finansal serbestleşme de bu akımın bir parçası olarak, özellikle 1970'li yılların sonlarına doğru, birçok ülkede uygulama alanı bulmuştur. Benimsenen bu politikalarda hem iç tasarrufların hem de dış tasarrufların artırılması, yatırım-tasarruf dengesinin kurularak daha yüksek bir refah seviyesine ulaşılabilmesi hedeflenmiştir.

İktisadi büyümenin önemli bir unsuru olan finansal piyasaları ilgilendiren politikalardaki bu değişim, elbette iktisadi büyüme üzerine de etkili olmuştur. Bu dönemde neo-klasik görüşü benimseyen McKinnon ve Shaw, finansal liberalizasyon konusunda ayrı olarak ancak aynı zamanda geliştirdikleri teorileri ile bu alanda etkili olmuşlardır. Finansal serbestleşme hipotezinin önde gelen savunucuları McKinnon ve Shaw, finansal piyasalar üzerinde kurulan kontrollerin finansal baskı olduğunu belirterek, bu tür baskıların tamamen kaldırılması gerektiğini savunmuşlardır. McKinnon ve Shaw'un teorisine göre; finansal baskıların kalkması ile daha rasyonel faaliyet gösterecek olan finansal kuruluşlar sayesinde, kaynaklar verimli alanlara aktarılacak ve iktisadi büyüme hızlanacaktır.

Tartışmaları günümüze kadar devam eden finansal serbestleşme teorisine göre, reel faiz oranlarının yükselmesi ile birlikte finansal piyasalara aktarılan tasarruf hacminde artış sağlanarak, verimli yatırımların finansman sıkıntıları ortadan kalkacaktır. Bir diğer ifadeyle, yatırımlar yalnızca miktar olarak artmayacaktır, yükselen faizler nedeniyle maliyeti karşılayabilecek verimli yatırım projelerinin desteklenmesi ile de üretim artışı sağlanacaktır. Mathieson, Kapur, Galbis ve Fry,

geliştirdikleri modellerle McKinnon ve Shaw'un hipotezini desteklemişlerdir. Dornbusch ve Reynoso'da finansal serbestleşmenin olumlu etkisini kabul etmekle birlikte, finansal piyasalara verilen öneme karşı çıkmışlardır.

1980'li yıllardaki yapısal dönüşüm dünyada olduğu kadar, Türkiye'nin de sosyal ve ekonomik hayatında köklü değişikliklere yol açmıştır. Benzer ülkelerde olduğu gibi, Türkiye'de de 1970'li yılların sonundaki ekonomik darboğazdan çıkmak amacıyla dış ticarete ve finansal piyasalarda liberalleşme hareketine başlanmıştır. Bu önemli dönüşümün ardından çeşitli zamanlarda ortaya çıkan dalgalanma ve istikrarsızlıklar finansal serbestleşme uygulamalarında geri dönüşler yaşanmasına neden olmuştur.

1980'li yılların başında birçok ülkede uygulanan finansal serbestleşme politikalarından şimdiye dek çeşitli sonuçlar alınmış olmasına rağmen, yapılan birçok teorik ve amprik çalışmalarda bir fikir birliğinden söz etmek mümkün olamamakta ve bu ise konunun araştırılmasını cazip kılmaktadır. Çalışmada finansal serbestleşme teorisi ile uygulama sonuçları arasındaki farklar Türkiye için araştırılacaktır. Çalışmanın amacı; McKinnon-Shaw teorisi doğrultusunda, finansal serbestleşmenin ardından büyüme sürecinin hızlanıp hızlanmadığının Türkiye için değerlendirilerek; lehte ve aleyhte görüşlerin ortaya konması suretiyle finansal serbestleşmenin sonuçlarını hem teorik hem de amprik olarak ölçmektir.

Bu konu üzerinde çeşitli araştırmalar olmasına karşın: Birincisi kesin bir görüş birliğinin olmayışı ve taşıdığı önem, ikincisi küreselleşmenin de hala sorgulanıyor oluşu nedeniyle konu araştırılmak istenmiştir. Tezin, diğer benzer çalışmalardan farkı, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerinde incelendiği panel data yöntemi ile yapılan ekonometrik test yardımıyla kıyaslamalı olarak bir sonuca varılacak olmasıdır. Çalışmadan çıkarılacak sonuçla, Türkiye'de finansal piyasalar ile ilgili son otuz yılda meydana gelen gelişmeler ışığında bundan sonra yapılması gerekenler ve problemler ortaya konabilecek, finansal piyasalar üzerine oluşturulacak politikalarda yol gösterici olabilecektir.

Çalışmada şu sorulara yanıt aranmıştır:

- a) Faiz, tasarruf, yatırım gibi iktisadi büyüme kanalları ile finansal

serbestleşme arasında ilişki var mıdır?

- b) Türkiye’de finansal serbestleşme, McKinnon-Shaw hipotezinde beklendiği gibi tasarruf artışı sağlayarak, iktisadi büyümeyi hızlandırmış mıdır?
- c) Finansal serbestleşmenin başarısı için gerekli olan şartlar nelerdir?

Yukarıdaki sorulara karşılık olarak çalışmanın hipotezleri şunlardır;

1. Finansal serbestleşme toplam tasarruf hacmini yükselterek, iktisadi büyüme hızını arttırmaktadır.
2. Finansal serbestleşme politikaları gerekli önkoşullar olmaksızın uygulandığında ciddi ekonomik istikrarsızlıklara ve dalgalanmalara neden olabilmektedir.
3. Finansal serbestleşmeden başarılı sonuçlar elde etmenin şartları; mali disiplinin ve fiyat istikrarının sağlanmış olması; finansal piyasaların güçlü bir yapıya, sağlıklı bir düzenleme sistemine sahip olmaları; dışsal ve içsel politikalarda koordinasyonun mevcudiyetidir.

Çalışma başlıca dört bölümden meydana gelmiştir. Birinci bölümde, öncelikle iktisadi büyüme kavramı açıklanarak ve finansal serbestleşme teorisinin unsurları olan; faiz, tasarruf ve yatırım ile arasındaki ilişki ortaya konacaktır. Daha sonra finansal baskı hakkında bilgi verilecektir. Finansal serbestleşme teorisinin ayrıntılı olarak incelenmesinin ardından, finansal liberalizasyonun başarısı için gerekli olan şartlar ortaya konacaktır. Birinci bölümün devamında finansal serbestleşme karşıtı belli başlı görüşlere değinilecektir. Son olarak da finansal serbestleşme ve iktisadi büyüme ilişkisini ortaya koymaya yönelik ampirik çalışmalar hakkında literatür taramasına dair bilgi verilerek birinci bölüm tamamlanacaktır.

İkinci bölümde Türkiye ile benzer deneyimlere sahip olan Latin Amerika ülkeleri, farklı bir ekonomik gelişme süreci yaşayan başlıca Doğu Asya ülkeleri ile 1990’lı yılların başında önemli bir değişim yaşamış olan Rusya’daki finansal piyasaları ilgilendiren gelişmeler irdelenecektir. Rusya ile ilgili olarak, 1985 yılında başlatılan reform çalışmalarından itibaren finansal piyasalarda gerçekleştirilen piyasa ekonomisi uygulamaları ve sonuçları ele alınacak, Rusya ile birlikte diğer gelişmekte olan ülkeleri de etkileyen 1998 yılı krizi anlatılacaktır. İkinci bölümün devamında

Japonya, Tayland, Malezya, Güney Kore ve Hong Kong'da yaşanan liberalizasyon hareketleri ve 1997 yılında yaşanan Asya krizine yer verilecektir. Ardından başarılı bir finansal liberalleşme deneyimi yaşayan Şili; Türkiye ile benzerlikler gösteren ve Latin Amerika'da önemli yere sahip Arjantin, Brezilya ve Meksika ve Venezüela'nın finansal serbestleşme deneyimleri ve ardından yaşanan gelişmeler incelenecektir.

Üçüncü bölümde çalışmanın amacına uygun olarak Türkiye'nin finansal serbestleşme deneyimi ayrıntılı olarak incelenecektir. Bunun için öncelikle 1980 öncesi Türkiye'de finansal piyasalarda varolan finansal baskı ortaya konacaktır. Daha sonra 24 Ocak 1980 kararlarının ardından, özellikle finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeler incelenecektir. Üçüncü bölümün sonunda, Türkiye'de finansal serbestleşme sonrası faiz oranları, tasarruf, yatırım, kredi ve iktisadi büyüme gibi makroekonomik unsurlardaki değişim ve finansal serbestleşme arasındaki bağ ortaya konarak, tablo ve grafiklerin yardımı ile alınan sonuçlar irdelenecektir.

Dördüncü bölümde ise Türkiye ile birlikte alt, orta ve üst gelir düzeyine sahip ondokuz farklı ülke panel data yöntemi ile test edilecektir. Bu bölümde öncelikle panel data analizi hakkında bilgi verilecek, daha sonra Türkiye ve diğer ülkelerin verilerinden yola çıkılarak, finansal serbestleşme sonucu yükselmesi beklenen reel faiz, yatırım ve tasarruf hacmi ile iktisadi büyüme arasındaki bağ, elde edilecek amprik sonuçlar ışığında değerlendirilecektir.

Çalışmada bilimsel araştırma tekniği olarak; literatür taraması, çeşitli ülkelerin ve Türkiye'nin verilerinin tablo ve grafik yardımı ile analizi, panel data yöntemi ile de amprik test kullanılmıştır. Literatür taraması ve hem Türkiye'nin hem de diğer ülkelerin verilerinin elde edilmesi sırasında, internet ortamından ve yurt içi ve yurt dışındaki üniversitelerin kütüphanelerinden faydalanılmıştır. Teorik ve amprik çalışmanın yapıldığı sırada, yurt içinden çeşitli iktisatçılar ile görüş alışverişinde bulunulmuştur.

Türkiye dışındaki ülkeler ile ilgili sayısal verileri temin etmek için; Uluslararası Para Fonu'nun *World Economic Outlook Databases* (Dünya Ekonomik Görünümü Veritabanı) ile *Financial Statistics* (Finansal İstatistik) verilerinden ve Dünya Bankası ile Birleşmiş Milletler'in *Data & Statistics* (Veri ve İstatistik)

hizmetlerinden, OECD'nin *Factbook 2007: Economic, Environmental and Social Statistics* (Dosya 2007: Ekonomi, Çevre ve Sosyal İstatistikleri) ile merkez bankaları ve istatistik kuruluşlarından internet ortamında faydalanılmıştır. Türkiye ile ilgili sayısal veriler ise sırasıyla; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası İstatistik Verileri; Devlet Planlama Teşkilatı Temel Göstergeleri; Türkiye İstatistik Kurumu veri tabanlarından yararlanılmıştır.

## I.BÖLÜM

### FİNANSAL LİBERALİZASYON VE EKONOMİK BÜYÜME İLİŞKİSİNE YÖNELİK KURAMSAL VE AMPRİK ÇALIŞMALAR

#### 1.1 İktisadi Büyümenin Tanımı, İktisadi Büyüme Modelleri ve Finansal Serbestleşmenin Unsurları: Faiz, Tasarruf, Yatırım İle İktisadi Büyüme Arasındaki İlişki

Ekonomi biliminin en çok üzerinde durduğu araştırma konularından biri olan iktisadi büyüme kavramı (büyüme), bir ülkede elde edilen toplam hasılanın bir önceki döneme göre artışını ifade etmektedir. Geçmişten günümüze dek ekonomik zenginliklerin kaynağını bulmaya çalışan ekonomistler 18.yüzyılın sonlarından itibaren refah ve zenginlik ile ilgili teoriler geliştirmeye başlamışlardır. II.Dünya Savaşının ardından ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyleri arasında belirginleşen farklılık, büyüme ile ilgili yapılan araştırmalarda, neden bazı ülkeler diğerlerinden daha zengin veya neden bazı ekonomiler diğerlerinden daha hızlı büyümektedir, sorusunu öne çıkarmıştır. Bu farklılık kimi ekonomileri çok zengin kimilerini ise çok yoksul yapmakta, ancak genel olarak birçok ülke bu iki sınır arasında yer almaktadır.

Bir ülkenin gelir seviyesi, diğer bir deyişle zenginliği ile doğrudan ilgili olan büyüme üzerinde değişik faktörler etkili olmaktadır. Bu faktörler içinde en çok incelenen konulardan biri de finansal piyasalardır. Finansal piyasaların iktisadi büyümeye olan etkisinin varlığı ekonomistler ve politika yapıcıları tarafından genel olarak kabul edilmektedir. Gelişmiş ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde, istikrarlı bir kalkınmanın ve gelişmenin en önemli koşullarından biri; sağlıklı ve verimli çalışan kurumlardan oluşan bir finansal yapının gelişmesi ve bir bütün olarak iyi örgütlenmiş şekliyle yerleşmesidir.<sup>1</sup> Finansal araçlar yatırımların miktarını ve verimliliğini arttırarak ekonominin reel olarak büyümesinde itici güç olmaktadır.<sup>2</sup>

Ülkeler arasındaki büyüme farklılıklarını açıklamaya yönelik araştırmalardan bir kısmı finansal araçların fonksiyonlarını ve ne kadar etkin

<sup>1</sup> S.Pekkaya, E.M.AydoğFan, A.Tosuner, "Türk Bankacılık Sisteminde Finansal Risk Analizi", **İktisat, İşletme ve Finans**, Yıl:17, Sayı: 197, Ağustos 2002, s.47

<sup>2</sup> C.Fahlin, "Banking Systems and Economic Growth: Lessons From Britian and Germany in the Pre-world War I Era", **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, V. 8, N. 3, May/June 1998, s.45



olduklarını anlamaya yöneliktir.<sup>3</sup> Araştırmalardan alınan sonuçlar çeşitlidir ve öne sürülen kimi teoriler çeşitli zamanlarda ekonomik politikalar içerisinde uygulama alanı bulmuştur. Şimdiye dek alınan sonuçlardan; biraraya gelmeleri zor olan hanehalkları ile firmaları karşılaştıran finansal araçların, uygun koşulların sağlanması halinde, yatırımların ve üretimin etkinliğini arttırdığı ve böylece iktisadi büyümeye ivme kazandırdığı ortaya çıkmaktadır.

Finansal sistem üzerindeki kontrol ve kısıtlamaların derecesi, finansal piyasaların gelişmesi ve büyüme ile ilişkisini etkilemektedir. Bu nedenle finansal serbestleşme politikalarının iktisadi büyüme üzerine etkisi önemli bir araştırma konusudur. Birinci bölümün başında, finansal piyasaların serbestlik derecesi ile büyüme arasındaki bağın ortaya konulması anlamında öncelikle iktisadi büyüme kavramı ve bu konu üzerindeki teorik yaklaşımlar hakkında genel bir bilgi verilmiştir. Daha sonra, finansal serbestleşme politikasından doğrudan etkilenmesi beklenen değişkenler; faiz, tasarruf ve yatırım ile iktisadi büyüme arasındaki ilişki ortaya konmuştur.

### 1.1.1 İktisadi Büyüme Kavramı ve İktisadi Büyüme İle İlgili Teorik Yaklaşımlar

Bir ekonomide elde edilen toplam gelir, o ülkede yaşayan insanların toplam olarak ortaya çıkarttıkları bir değerdir. Söz konusu değerdeki artışı ifade eden iktisadi büyüme, ayrıca bir ülke ekonomisi tarafından üretilen mal ve hizmet değerlerinde bir yıl içerisinde meydana gelen değişim olarak da tanımlanabilir. Bu nedenle büyümenin ölçülmesi sırasında, bir ülkenin mal ve hizmet toplamını veren gayri safi milli hasıla (GSMH) ve gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH)'deki yüzde değişimler kullanılmaktadır.

İktisadi büyüme temelde iki şekilde anlaşılmaktadır;<sup>4</sup>

1. Bir ekonominin eksik istihdam durumundan çıkışı sonucu, meydana gelen üretim artışı kaynaklı kısa dönemli iş çevrimlerine dayalı iktisadi büyüme,

<sup>3</sup> Z.Becsi, P.Wang, "Financial Development and Growth", **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, Fourth Quarter, 1997, s.47

<sup>4</sup> Türkiye İktisat Kongresi Büyüme Stratejileri Çalışma Grubu, "Büyüme Stratejileri", **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni:2003/5, Aralık 2003, s.4

2. Tam istihdam veriyken, ekonomik yapıya yeni faktör girdilerinin ilave edilmesi ve/veya teknolojinin gelişmesi sonucunda ortaya çıkan orta ve uzun dönemli büyüme.

Bu büyüme çeşitlerinin her ikisi de önemli olup, edinilen hedefe göre biri diğerinden üstün gelmektedir. Büyüme kuramları ise ayrıntılı olarak incelenirken klasik büyüme teorileri ile başlanmış, Keynes'in görüşleri, dışsal büyüme teorileri ve içsel büyüme teorileri ile devam edilmiştir.

### 1.1.1.1 Klasik Büyüme Teorileri

Sanayileşmenin başladığı 18.y.y'dan itibaren iktisadi büyüme konusu tartışılmaya başlanmıştır. Büyümenin itici gücü olarak teknolojik değişme ve sermaye birikimi kabul edilmiştir. Klasik büyüme teorisi taraftarları, daha sonra tekrar neo-klasiklerce ele alınan, tasarruftan büyümeye uzanan ilişki zincirini tanımlamışlardır. Buna göre, yüksek tasarruf yatırımları teşvik ederken, yatırımlar da büyümeyi hızlandırmaktadır. Klasik yaklaşım tasarruf yatırım eşitliğine önem vermiş, tasarrufların azalması halinde yatırımların ve bunu takiben büyüme hızının düşeceği sonucuna varmışlardır.

Klasik iktisatçıların görüşleri genel olarak karamsardır. Onlara göre, büyüme ile birlikte artan gelirler nüfusun hızlanmasına, bu ise yeniden gelirin düşmesine neden olacaktır. Bu kısır döngü nedeniyle insanlar asgari yaşam standartlarının üzerine çıkamayacaklardır. Klasik büyüme yaklaşımının baş teorisyenleri Adam Smith, David Ricardo ve Thomas Malthus'dur.

Adam Smith tarafından ortaya atılan iktisadi büyüme kavramına göre; üretken sermayenin kendisi büyümenin öncüsüdür ve gelişen ve artan sermaye "*Ulusların Zenginliği*" ile ilgili kapasitenin oluşmasını sağlamaktadır. Ticaretin yararına inanan, "*Karşılaştırmalı Üstünlükler*" teorisinin mimarı David Ricardo'ya göre ise, yurt dışından bir mal daha ucuza ithal edildiğinde bu kârlı bir iştir ve bu nedenle serbest ticaret, büyümenin temel unsurlarından biridir. Thomas Malthus ise, nüfus teorisi olarak da bilinen yaklaşımında, nüfusun geometrik olarak artmasına

karşın, tarımsal ürünlerin aritmetik olarak artacağını ve sonuçta bunun da açlığa yol açacağını belirtmiştir.

### 1.1.1.2 Keynes'in Büyüme İle İlgili Görüşleri

Keynes büyüme ile ilgili bir model oluşturmamış, bu konu üzerine görüşlerini bildirmiştir. Keynes'in iktisadi analizi; işsizlik, durgunluk ve enflasyona neden olan toplam yurt içi üretimin satın alma miktarındaki dalgalanmalar üzerinde yoğunlaşmaktadır.<sup>5</sup> Keynes'e göre büyüme ile yatırım harcamaları arasında bağlantı bulunmaktadır. Ancak yatırım harcamalarını hızlandıran ekonomiyi durgunluk durumundan çıkararak toplam talep artışıdır. Özel bir durum olan ekonominin tam istihdam seviyesine gelmesi ise gerekli büyüme hızının yakalanması ile mümkün olacaktır. Keynes için büyüme ekonomiyi tam istihdama götürecektir bir araç niteliğindedir. Diğer bir deyişle büyüme hızı tam istihdam seviyesinin yakalanması bakımından önem kazanmaktadır.

### 1.1.1.3 Dışsal Büyüme Teorileri

20. yüzyıl başlarına kadar büyüme konusuna olan ilgi azalmış, 1936 yılında Roy Forbes Harrod'ın *An Essay in Dynamic Theory* (Dinamik Teori Üzerine Bir Deneme) adlı makalesi ile birlikte tekrar önem kazanmıştır. Harrod, post-Keynesyen görüşlerin temelini atmış ve geliştirdiği model ile iktisadi büyüme teorisine önemli katkıda bulunmuştur. Harrod, uzun dönem istikrarlı büyüme şartlarını açıklayan dinamik bir model geliştirmiştir. Evsey Domar'ın da benzer çalışmasının bulunması nedeniyle yaklaşım, Harrod-Domar modeli olarak bilinmektedir. Yatırımların tamamen uyarılmış olduğu varsayıldığından, Keynesyen yaklaşımdaki otonom yatırımlar, modelde yer almamaktadır. Harrod-Domar yaklaşımında hedeflenen büyüme hızına ulaşmada, maliye politikaları aracılığı ile devlet müdahalesinin gerekliliğine inanılmaktadır.

Modelin esas olarak cevaplamaya çalıştığı soru, ekonomik büyüme sürecinde yatırım-tasarruf dengesinin nasıl sağlanacak olduğudur. Bunun için,

---

<sup>5</sup> Ö.G.Yılmaz, "Türkiye Ekonomisinde Büyüme ile İşsizlik Oranları Arasındaki Nedensellik İlişkisi", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı:2, Kasım 2005, s.65

ulaşılmak istenen ve ülkenin olanakları açısından makul olan bir büyüme hızının seçiminden sonra, yaklaşık olarak hesaplanan ve modelin özünü oluşturan sermaye-hasıla katsayısı yardımıyla gerekli yatırım ve tasarruf hedefleri saptanmalı ve toplam yatırım ve tasarrufları bu hedeflere ulaştıracağı umulan ekonomik politikalar belirlenmelidir.<sup>6</sup> Böylece Harrod-Domar yaklaşımı Türkiye’de de beş yıllık kalkınma planlarında kullanılan, yol gösterici bir model olmuştur.

Harrod-Domar’ın ardından büyüme üzerine asıl artan ilgi İkinci Dünya Savaşından sonra gerçekleşmiştir. Bunun başlıca nedenleri şunlardır;

- a) İkinci Dünya Savaşından sonra yıkıma uğrayan ülkeler hızla kalkınarak, diğer kalkınmış ülkeleri yakalamak istemişlerdir.
- b) Sosyalist sistemi benimsemiş olan ülkeler, refah seviyelerini kapitalist ülkelerin seviyelerine çıkarmayı hedeflemişlerdir.
- c) Bağımsızlıklarını kazanmış eski sömürge devletleri, ekonomilerini güçlendirmek konusuna büyük önem vermişlerdir.

1950 ve 1973 yılları arasında dünya ekonomileri genelinde gelir ve büyüme artışı oranlarında benzeri görülmemiş bir hızlanma yaşanmış ve bu dönem daha sonradan *refahın altın çağı* olarak adlandırılmıştır. Bu canlanma sırasında Swan ve Solow, üretim sürecindeki emek ve sermayenin birbirini ikame edebilecekleri varsayımından hareketle Neo-klasik olarak nitelenen büyüme modelleri geliştirmişlerdir.<sup>7</sup> Yaklaşımlarında genel olarak teknoloji ve nüfustaki gelişimi dışsal olarak kabul edildiğinden, modelleri *dışsal büyüme teorisi* olarak kabul edilmiştir. Ayrıca tam rekabet ve istihdam koşullarının geçerliliği, üretim faktörlerine marjinal verimlilikleri doğrultusunda ödeme yapılması ve değişken sermaye çıktı oranının kabul edilmesi, dışsal büyüme teorilerinin neo-klasik olarak değerlendirilmesine neden olmuştur.

Neo-klasik büyüme modellerinde, ülkeler arasındaki büyüme farklılığı sorunu, durağan durum yaklaşımı ile açıklanmaya çalışılmıştır. Durağan durum, teknolojik gelişmenin olmadığı varsayımı altında, kişi başına gelirin ve sermaye

<sup>6</sup> DPT, “Plan, Program ve Proje İlişkisi”, <http://www.dpt.gov.tr/dptweb/ekutup96/prjplan/prj2.html>, 18.11.2003

<sup>7</sup> İ.Parasız, **Modern Büyüme Teorileri**, Bursa:Ezgi Kitabevi Yayınları, 1991, s.81

yoğunluğunun sabit olduğu bir durumu ifade etmektedir. Nüfus sabit bir oranda artarken, kişi başına gelir ve sermayenin sabit olması için, her ikisinin de nüfus artış oranı kadar artması gerekmektedir.<sup>8</sup>

Durağan durum analizi yapılırken *geçiş süreci dinamiği ilkesi* geliştirilmiş ve bu yaklaşım büyüme kuramlarına önemli katkıda bulunmuştur. Geçiş süreci dinamiği ilkesi şu şekilde özetlenebilir: Her ülkenin kendine ait bir durağan durum değeri vardır ve mevcut sermaye birikimi bu değer ne kadar altındaysa, o ülke o kadar hızlı büyüyecek, tam tersi kendi durağan durum değerinin ne kadar üzerinde sermayeye sahipse, o derece daha yavaş büyüyecektir.

Neo-klasik modellerinden üç önemli sonuç ortaya çıkarılabilir:

1. Daha fazla sermaye insanları daha üretken yapacağından, işgücüne nispetle sermayede yapılan artış iktisadi büyümeyi teşvik edecektir,
2. Sermayenin ve işgücünün marjinal verimliliği pozitifdir. Böylece yeterli sermaye düzeyine sahip kalkınmış ülkelere kıyasla, daha az kişi başına sermayeye sahip gelişmekte olan ülkeler daha hızlı büyümektedir. Çünkü sermayeye yapılan her yatırım, yeterli sermayeye sahip ülkelere göre daha yüksek getiri sağlanmasına neden olmaktadır.
3. Sermaye ve işgücü azalan verimliliğe tabidir. Ekonomiler eninde sonunda, sermayede hiçbir artışın olmadığı, durağan durum ile karşılaşacaklardır.

Ülkelerin ulaştıkları farklı büyüme modellerine bakıldığında, çeşitli ülkelerin büyüme oranlarının birbirine yaklaşacağı tezini savunan neo-klasik yaklaşımın haklı çıkmadığı görülmektedir.<sup>9</sup> Çeşitli yılları kapsayan analizlerde, GSMH'sı düşük olan ülkelerde anlamlı bir büyüme oranının bulunmadığı, GSMH'sı yüksek olan ülkelerde ise büyüme hızlarında önemli azalmaların yaşandığı durumlara rastlanmıştır. Sonuçta iktisadi büyüme oranları sabit değildir ve her ülkenin farklı zamanlarda farklı büyüme oranlarına sahip olabileceği ortaya çıkmıştır.

<sup>8</sup> E.Yıldırım, "Büyüme ve İktisadi Gelişme", **İktisadın İlkeleri** (Editör: Ömer Faruk Çolak), Ankara:Alkım Kitapçılık Yayıncılık, 1996, s.663

<sup>9</sup> Parasız, **Modern Büyüme Teorileri**, s.26

Neo-klasik büyüme teorileri içerisinde en önemli model Robert Solow'a ait olanıdır. Yapılan eleştirilere ve eksik yönlerine rağmen model, iktisadi büyüme hızları arasındaki farkların anlaşılmasına önemli katkıda bulunmuştur. Modelde kullanılan varsayımlar şunlardır:

- İşçiler ve tüketiciler gelirlerinin bir kısmını tasarrufa ayırmaktadır,
- Sermaye ve işgücü azalan verimler kanununa tabiidir,
- Denge durumunda tasarruflar yatırımlara eşitlenir,
- Yatırım harcamalarının tamamı sermaye birikimine yönelmektedir.

Büyümenin sermaye stoklarındaki artışlardan etkilendiğinin kabul edildiği Solow modelinin çerçevesini iki denklem belirlemektedir. Bunlardan birincisi üretim fonksiyonu, ikincisi ise sermaye birikimi denklemleridir. Üretim fonksiyonu modelinde, işgücü ve sermaye gibi üretim faktörlerinin, çıktı üretmek için nasıl bir araya geldikleri açıklanmaktadır. Üretim faktörlerinden sermaye ( $K$ ) ve işgücü ( $L$ ) ve çıktı ( $Y$ ) olacak şekilde, Cobb-Douglas üretim fonksiyonu biçimi varsayıldığında (1) no'lu denklem elde edilmektedir.

$$Y = F(K,L) = K^\alpha L^{1-\alpha} \quad (1)$$

Bu üretim fonksiyonunun ölçeğe göre sabit getiriye sahip olduğuna dikkat edilmelidir; tüm girdiler iki katına çıkarılırsa, çıktı da iki kat artacaktır.<sup>10</sup> Formülden çıkan sonuca göre, işçi başına sermaye ile işçi başına elde edilen çıktı arasında doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Diğer bir deyişle, işçi başına üretim artışı için işçi başına sermayenin artırılması gerekmektedir. Diğer yandan işçi başına çıktıda azalan getiri söz konusudur ve bu durumda işçiye verilen her bir ek birim sermaye, o işçinin üretimini giderek azalan ölçülerde arttırmaktadır.<sup>11</sup>

İkinci temel denklem (2) sermaye birikiminin nasıl meydana geldiğini açıklamaktadır.

$$\dot{K} = sY - dK \quad (2)$$

Denklemden ( $\dot{K}$ ) sermaye stokundaki değişimler, ( $sY$ ) brüt yatırım miktarı ve ( $dK$ ) üretim sırasında meydana gelen aşınma ve yıpranmalardır. Denklemden

<sup>10</sup> C.I. Jones, **İktisadi Büyüme Giriş**, (Çev:Şanlı Ateş, İsmail Tuncer), İstanbul:Literatür Yayınları, Yayın no: 56, 2001, s.20

<sup>11</sup> Jones, s.21

çıkarılacak sonuç açıktır: Sermaye stokundaki değişimler, brüt yatırım miktarı ile sermaye stokundaki yıpranma ve aşınmalar arasındaki farka eşittir.

Solow modeli gelişmiş ülke verilerine uygulandığında, bu ülkelerin sermaye birikimi elde etmelerinde tasarruf / yatırım oranının yüksek olmasının etkili olduğu ortaya çıkmaktadır. Kalkınma düzeyleri nispeten düşük olan ülkelerde ise Solow modelinin yaptığı tespit; yüksek nüfus artışı ile birlikte, tasarrufların önemli bir kısmının artan nüfus karşısında sermaye / işgücü oranını sabit tutulmasına harcadığı yönündedir. Böylece sermaye sadece hacim olarak artacak, ancak sermaye derinleşmesi<sup>12</sup> gerçekleşmeyeceğinden, işçi başına sermaye birikimi de yetersiz kalacaktır. Sonuçta neden bazı ülkelerin zengin, bazılarının ise fakir olduğu açıklanmaya çalışılmıştır. Solow modelinin öngörülerini destekleyen amprik analizlere göre, yüksek yatırım oranlarına sahip ülkeler, düşük yatırım oranlarına sahip ülkelere göre daha zengin, yüksek nüfus artış hızına sahip ülkeler de daha yoksul olma eğilimindedirler.<sup>13</sup>

Neo-klasik büyüme modelleri gelir düzeyindeki farklılıkları açıklasa da, büyüme oranları arasındaki farkları açıklamada zayıf kalmıştır. *Yakınlaşma Teorisi* olarak adlandırılan *catch-up effect* ( yetiştirme etkisi ), fakir ülkelerin, zengin ülkelere kıyasla daha hızlı bir büyüme hızına sahip olduklarını vurgulamaktadır. Ancak mevcut veriler incelendiğinde, ülke ekonomileri arasında yakınlardan çok uzaklaşmalar olduğu gözlenmiştir. 1820 ile 1992 yılları arasında, günümüzün ileri kalkınmış ülkeleri, uzun dönem içerisinde yakınlaşmış, buna karşılık zengin ve fakir ülkeler arasında ki uzaklaşma da artmıştır.<sup>14</sup>

#### 1.1.1.4 İçsel Büyüme Teorileri

1973-1992 yılları arasında hemen hemen tüm ekonomilerde, bazı Asya ülkeleri dışında, gelirler ve büyüme hızında keskin düşüşler yaşanmış ve bu yıllar ise küresel ekonomik aktivitelerde birçok dalgalanmaların yaşandığı bir zaman dilimi

<sup>12</sup> Sermaye Derinleşmesi: İşçi başına sermayenin artması anlamına gelmektedir.

<sup>13</sup> Jones, s.30

<sup>14</sup> P.R. Agenor, **Adjustment and Growth**, Academic Press, June 2000, ss. 394-395

olarak kabul edilmiştir.<sup>15</sup> Böylece mevcut büyüme modellerinin yeniden ele alınma gereği ortaya çıkmıştır. Dışsal büyüme teorilerinde teknolojinin dışsal olarak kabul edilmesi eleştirilerin başlıca konusu olmuş ve oluşan tepkiler sonucu 80’li yıllarda teknolojik gelişimleri modelin içerisine alan “*içsel büyüme modelleri*” geliştirilmiştir. İçsel büyüme teorisinin en önemli temsilcileri P. Romer, R.Lucas, R.Barro, J.Greenwood ve B.Jovanovic’dir. Genel olarak içsel büyüme teorisinde iktisadi büyümenin kaynağı olarak; bilgi birikimi, kamusal alt yapı harcamaları, beşeri sermaye ve Araştırma-Geliştirme (AR-GE) harcamaları gösterilmiştir.

İçsel büyüme yaklaşımlarında emeğin etkinliğine önem verilmiştir. Buradan yola çıkarak emeğin etkinliğini arttıran unsurlar incelendiğinde, bilgi en önemli faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. İçsel büyüme modellerini, dışsal büyüme modellerinden ayıran en önemli özellik; üretimde artan verimliliğin kabul edilmesidir. Nitekim eğitim ile kazanılmış bilgiler beşeri sermayeye beceri kazandırır, böylece üretimde verimlilik giderek artmaktadır. Buna göre eğitime yapılan yatırım oldukça önemlidir ve eğitim seviyesi ile şekillenen beşeri sermaye, büyümeyi belirleyen en önemli faktör haline gelmektedir.

Artan verimler sayesinde sermaye stoku yükseldikçe, gelirlerin düşmemesi nedeniyle yatırımlar devam etmekte ve sürdürülebilir büyüme artışı mümkün hale gelmektedir. İçsel büyüme teorilerinin diğer bir farkı, sermayenin yalnızca fiziksel sermaye ile sınırlandırılmaması, beşeri sermayenin ve bilgi, teknoloji gibi elle tutulamayan unsurların da sermayenin tanımına girmesidir.<sup>16</sup> Yeni büyüme teorilerinde finansal piyasalara da özel önem verilmiştir. Finansal kuruluşların aşağıda sayılan üç yolla iktisadi büyümeye katkıda bulunacağını belirtmişlerdir. Bunlar şu şekilde sıralanabilir;<sup>17</sup>

1. Girişimcilerin kullanabileceği toplam finansal sermaye miktarını arttırarak,
2. Yatırımların kalitesinin artışına yardımcı olarak,

<sup>15</sup> Agenor, s.393

<sup>16</sup> Becsi, s.51

<sup>17</sup> C.Fohlin, “Banking Systems and Economic Growth: Lessons from Britain and Germany in the Pre-World War I Era”, **Federal Reserve Bank of St.Louis Review**, 1998, Vol.80, No:3, s.38



3. Kaynakların ve fon kullanıcıları arasındaki aracılık maliyetlerini düşürüp etkinliğini arttırarak finansal piyasalar büyüme katkıda bulunmaktadır.

### **1.1.2 Finansal Serbestleşmenin Unsurları: Faiz, Tasarruf ve Yatırım İle İktisadi Büyüme Arasındaki İlişki**

Hem içsel hem de dışsal büyüme teorilerinin ortak noktası, yeterli büyüme hızına ulaşmada sermaye birikiminin önemli role sahip olmasıdır. Bu anlamda finansal araçların sermaye birikimini finanse etmesi nedeniyle iktisadi büyüme üzerindeki etkisi de yadsınamaz. Böylece büyüme hızındaki gelişme, finansal piyasaların etkinliği ve gelişmişlik düzeyi ile yakından ilgilidir. Yeterli kanuni düzenlemeler ve denetleme mekanizmaları ile desteklenmiş gelişmiş bir finansal piyasa, tasarrufların arttırılması ve doğru alanlara yönlendirilmesi ile toplam yatırımların kalitesini yükselterek hedeflenen büyüme hızına ulaşılmasını mümkün kılmaktadır. Finansal piyasaların ve gelişmişlik derecelerinin değeri söz konusu piyasalar üzerindeki uygulamaların da önemini ortaya koymaktadır.

Finansal serbestleşme, finansal piyasaların gelişimini etkileyen önemli bir politik uygulamadır. Finansal serbestleşme uygulamalarından beklenen, reel faizlerin yükselmesi yolu ile tasarruf hacminin artması ve yatırım harcamaların finansmanı yolu ile ekonomik büyümenin hızlanmasıdır. Ayrıca finansal piyasaların faaliyetleri ve reel faizlerin üzerindeki kontrollerin kalkması ile getirisi yüksek verimli alanlara kullanılacak olan fonların, yatırımın hem nitelik hem de nicelik olarak gelişmesini sağlayacaktır. Finansal serbestleşme ile büyüme arasındaki bağın kurulması sırasında faiz oranları, tasarruf ve yatırımlar önemli makro değişkenler olarak kabul edilmektedir. İktisadi yaşamın merkezi konuları arasında yer alan faiz oranları, toplam tasarruf hacmi ve toplam yatırım harcamaları ve iktisadi büyüme hızı, finansal gelişmelerle yakından ilgilidir ve sürekli karşılıklı etkileşim içerisindedir. Konunun bu denli önemli olması, makroekonomik politikalar ile finansal sistemi ilgilendiren politikaların birbirleri ile bağlantılı olmasını gerektirir. Böylece finansal sistemin çalışma yöntemi ile ilgili çeşitli politikalar geliştirilmekte ve geniş çaplı araştırmalara ve tartışmalara konu olmaktadır.

Faiz oranı, tasarruf, yatırım ve iktisadi büyüme arasında kuvvetli bir ilişkinin varolduğu düşüncesi, finansal liberalizasyonun en başta gelen savunucularından Edward Shaw'a aittir. Faiz oranı, finansal piyasalarda kredi olarak kullandırılacak fonların talep ve arzı arasında dengeyi sağlayan denkleştirici bir unsurdur. Finansal piyasaların aracılık görevlerini yerine getirmede denge faiz oranına kuşkusuz önemli görevler düşmektedir. Yatırım harcamalarını finanse edecek yeterli miktardaki tasarrufun finansal piyasalara akışı ve yatırım projelerine kredi olarak kullandırılmasında, finansal kuruluşlar denge reel faiz oranına ihtiyaç duymaktadır. Ayrıca bir ülke ekonomisi, yetersiz yurt içi tasarruf düzeyine sahipse, gerekli tasarruf düzeyine ulaşmak için dış tasarruflardan yararlanabilir. Yine bunun için baskılardan arındırılmış ve sağlıklı bir denetim sistemine sahip güçlü bir finansal piyasa ile yatırım-tasarruf eşitliğini sağlayacak bir reel denge faiz oranı gereklidir.

Tasarruflar ile ilgili gelişmeler tüketim ve tasarruf arasındaki ilişki tarafından etkilenmektedir. Tasarrufu arttırmaya yönelik kararlar, toplam tüketimde değişiklik ortaya çıkarmazlar. Çünkü birikimlerin artması ile yapılan harcamalar miktar olarak değil, şekil olarak değişikliğe uğramaktadır. Bu durumda yapılan harcamalar tüketim harcamaları değil, yatırım harcamaları olarak karşımıza çıkmaktadır. Toplam tasarrufların yetersiz olması halinde, yatırım harcamalarına ihtiyaç duyulan kaynak aktarılamadığından büyüme hızının azalması söz konusudur.

Tasarruf, yatırım ve iktisadi büyüme ilişkisi, şimdiye dek yapılan bir çok araştırmaya konu olmuş ve genel olarak bu ilişkiyi destekleyen sonuçlar elde edilmiştir. Buna göre;<sup>18</sup>

- Tasarruf hacmi ile kişi başına düşen gelirin büyüme hızı ve düzeyinin ilişkisi pozitifdir,
- Yatırım hacminin ve yatırım harcamalarının, toplam üretim içerisinde aldığı paydaki artış ile kişi başına düşen gelirin büyüme hızı arasındaki ilişki de pozitifdir.

Harrod-Domar'a ait, tasarruf, yatırım, iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen önemli bir araştırma mevcuttur. Çalışmada daha önce de değinilen Harrod-

---

<sup>18</sup> Agenor, s.399

Domar modelinde net yatırımın ikili bir etkiye sahip olduğu kabul edilmektedir. Bu etkilerden birincisi yatırımın üretime yönelik talep oluşturması, ikincisi ise çıktı üretimi için ekonominin kapasitesini arttırmasıdır. Model aşağıdaki uygulamalara temel oluşturarak, faiz, tasarruf, yatırım ve büyüme arasındaki ilişkinin anlaşılmasına yardımcı olmaktadır. Söz konusu uygulamalar şunlardır:<sup>19</sup>

1. Yurt içi tasarruflarını arttırmaya odaklanmış kalkınma politikalarına,
2. Finansal açıkların kapatılmasına yönelik uluslararası yardımlara,
3. Uluslararası Kalkınma Bankası kredilerine,
4. Uluslararası sermaye akışının serbestliğine.

Model, az gelişmiş ülkelere uygulandığında ekonomik gelişmeyi yavaşlatan unsurun işgücü fazlalığına karşın sermayenin eksikliği olduğu anlaşılmaktadır. Keynesyen düşünceyle benzer özellikler taşıyan modelde, ekonomilerin eksik istihdam seviyesinde oldukları ve sabit bir doğal büyüme hızına sahip olmadıkları kabul edilmektedir. Modelden çıkarılan sonuç: Büyümenin, sermaye miktarına bağlı olduğu ve ne kadar çok yatırım yapılırsa, o derece sermaye birikiminin arttığı ve böylece büyümenin teşvik edildiğidir. Yatırım harcamalarının ivme kazanması ise yurt içi tasarruf olanaklarının yükseltilmesi ile mümkündür.

## 1.2 Finansal Baskının Tanımı ve Unsurları

Finansal baskı bir dizi politik, hukuki, kanuni düzenlemeler setinden oluşmaktadır ve hükümetler finansal sektör üzerinde baskı uygulayarak; finansal fiyatları kontrol etmekte ve faaliyetlerini yönlendirmektedirler. Finansal baskı politikaları hükümetler tarafından kaynakların dağılımını kontrol etmede ve kamu açıklarını düşük maliyetlerle finanse etmede kullanılmaktadır.<sup>20</sup> Devlet ihtiyaç duyduğu kaynağı, kanuni yaptırımlar aracılığıyla kamu kağıdı tutulmasını sağlayarak ve böylece düşük faizle ülke tasarruflarını kullanarak elde edebilmektedir. Bu ise

<sup>19</sup> R.Levine, "International Financial Liberalization and Economic Growth", **Review of International Economics**, Volume 9, Issue 4, Nov.2001, s.692

<sup>20</sup> P.Collier, "The Assessment: Financial Liberalisation, Financial System and Economic Growth", **Oxford Review of Economic Policy**, 1989, Vol.5, No.4, s.6

kontrol altında tutulan bir finansal piyasayı gerektirmektedir. Ancak bu durum finansal araçların potansiyellerini tam olarak kullanabilmelerine engel olmaktadır.<sup>21</sup>

Tasarruf birikimlerinin finansal kuruluşların aracılık hizmetine sunulmasından elde edilecek net kâr, kamu kağıdına yatırılmasıyla sağlanacak getirinin altında kaldığı sürece bu kaynakların çoğu kamu açıklarının finansmanında kullanılacaktır. Tasarrufların toplandığı finansal sistemden kamu kesimine ne kadar çok kaynak aktarılırsa, finansal baskı politikaları o derece başarılı sayılmaktadır. Bu durumda özel sektör yatırımları dışlanmakta ve böylece büyüme hedeflerinden sapmalar olacağı sonucuna ulaştırmaktadır.

Finansal baskı, McKinnon - Shaw yaklaşımının çıkış noktasını oluşturan bir konudur. 1973 yılına gelindiğinde, hem Ronald McKinnon hem de Edward Shaw finansal baskı politikalarının savunucularına karşı bir teorik yapı oluşturmaya başlamışlardır.<sup>22</sup> Yaptıkları araştırmalarda *financial repression* ( finansal baskı ) ve *financial restriction* ( finansal kısıtlamaların ) sonuçlarını analiz etmişler ve finansal sistemin durumu ile iktisadi büyümeyi ilişkilendirmişlerdir. McKinnon-Shaw yaklaşımının ortaya atılmasından bir süre sonra, finansal baskı kavramı finansal serbestleşme literatüründe kullanılan bir terminoloji haline gelmiştir.

McKinnon ve Shaw, finansal piyasalar üzerindeki baskı ve kontrolün yatırımlar için gerekli olan fonları azaltıp, ekonominin uzun süreli büyümesini engellediğini savunmuşlardır. Bunun ortaya çıkış nedeni ise; kaynakların marjinal verimlilik düzeyleri düşük yatırımlarda kullanılması, tasarrufların da üretken olmayan finansal aktiflere yönelmesidir.<sup>23</sup> Ayrıca yine finansal baskı politikalarıyla döviz kurları ve sermaye giriş ve çıkışlarını kontrol eden devlet, yurt içindeki düşük getiri nedeniyle yurt dışına yönelmek isteyen tasarruf birikimlerinin uluslararası piyasalardaki mobilitesini de sınırlandırmış olmaktadır.

<sup>21</sup> Deniz Cevdet, Raj M.Desai, Nikolay Gueorgiev, “The Political Economy of Financial Repression in Transition Economies”, **World Bank Working Paper Series**, 1988, s.3

<sup>22</sup> F.Eschenbach “Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature”, **Tinbergen Institute Discussion Paper**, TI 2004 – 039/ 2, s.6

<sup>23</sup> O.Esen, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Bakış”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, No:145, Yıl:13, Nisan 1998, s.24

Finansal piyasaları baskı altına alan iktisat politikalarından vazgeçilmesi ve kaynak dağılımında piyasa mekanizmasının daha belirleyici hale gelmesiyle, iktisadi kaynaklar da ihtiyaç duyulan alanlara doğru, daha etkin bir şekilde harekete geçirilebilir.<sup>24</sup> Dahası kaynakların etkin kullanılması ise rasyonel bir finansal piyasayı teşvik etmektedir. Bu şekilde çalışan finansal piyasalar, kaynakların verimli alanlarda kullanılmasını sağlayarak, hızlı bir iktisadi büyümenin de gerçekleşmesini sağlamaktadır.

Finansal baskıyı belirleyen unsurlar; faiz oranı ve döviz kurunun kontrol altında tutulması, yüksek rezerv oranları ve kredilerin politik kararlar doğrultusunda yönlendirilmesidir. Finansal baskı sonrası genel olarak düşük tasarruf ve yatırım eğilimi ile kredi sınıflandırmaları meydana gelmektedir.<sup>25</sup> McKinnon finansal liberalizasyona ilişkin olarak daha sonraki yıllarda yaptığı değerlendirmelerde yine finansal baskı üzerinde durarak, bir ülkede otorite yurt içi sermaye piyasasını vergilendirmesi halinde, bu durumun da *finansal baskı* anlamına geldiğini belirtmiştir.<sup>26</sup>

Az gelişmiş ülkelerde, kârlı yatırım alanlarının bulunmaması değil, ancak tasarrufların ve yatırılabılır fonların yetersizliği kalkınmayı sınırlayan temel faktör olarak gösterilmektedir.<sup>27</sup> Rezerv tutma ve kamu kağıdı bulundurma zorunlulukları, finansal kuruluşların sahip oldukları fonları özel sektöre aktarma olanaklarını kısıtlarken, aracılık fonksiyonlarını tam olarak yerine getirmelerini de engellemektedir. Finansal baskı politikalarının sürdürüldüğü her türlü durumun kalkınma sürecini durdurduğu veya önemli ölçüde geciktirdiği görüşü mevcuttur.<sup>28</sup>

McKinnon'a göre finansal baskılar sadece daha fazla gelir eşitsizliği ve daha az optimum yatırım etkinliğinden değil, aynı zamanda iki farklı üretim tekniğinin birarada olmasından da sorumludur. Finansal baskının uygulandığı gelişmekte olan

<sup>24</sup> Ö.Günçavdı, S.Küçükçiftçi, "Türkiye'de Finansal Liberalleşme Sürecinin Başarımı ve Mâli Kesim Üzerine Bir Değerlendirme", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Cilt:29, Sayı: 1-2, 2002, s.89

<sup>25</sup> H.D.Dixon, **Controversies in Macroeconomics Growth, Trade and Policy**, Oxford:Blackwell Publishers Ltd, 2000, s.187

<sup>26</sup> R.McKinnon, **The Order of Economic Liberalization; Financial Control in the Transition to a Market Economy**, The John Hopkins University Press: Baltimore, 1991, s.11

<sup>27</sup> T.Öcal, Ö.F. Çolak, **Finansal Sistem ve Bankalar**, Ankara:Nobel Yayın Dağıtım, 1999, s.273

<sup>28</sup> M.J.Fry, **Money, Interest and Banking in Economic Development**, Baltimore and London: The John Hopkins University Press, 1989, s.14

ülkelerde finansal sistem hem geleneksel hem de modern sistemleri içinde barındıran düalizmi beslemektedir. Bu gibi ülkelerde düşük verimlilikte üretim yapan geleneksel teknolojiler, yüksek verimliliğe sahip gelişmiş teknolojilerle birarada faaliyet gösterirler. Geleneksel teknikle çalışan sektörlerde düşük, modern teknolojiye sahip olanlarda ise yüksek gelir elde edilmektedir. Geleneksel teknolojide yatırım faaliyetlerinde azalan verimlilik, modern teknolojide ise artan verimlilik söz konusudur. Girişimci yeterli kaynak temin edemediği, kendi kendine finansman ile sınırlandığı durumda, geleneksel teknolojiyi içeren projelere yatırım yapmayı daha uygun bulacaktır. Böylece fonlar daha az verimli alanlarda değerlendirilirken, toplumun kaynakları da israf edilmiş olmaktadır.

Finansal baskı konusuna değinen bir başka isim Fry'dır. Fry, düşük vergi oranları ile fon sağlayamayan kamu otoritelerinin finansal baskıyı ikinci en iyi politika seçeneği olarak gördüklerini ve finansal baskının katı ve istenmeyen şeklini uygulamaya yöneldiklerini belirtmiştir.<sup>29</sup>

Aşağıda finansal baskı politikalarının başlıca konuları; faiz oranlarının kontrolü, yüksek rezerv tutma zorunluluğu ve kredi dağılımında seçicilik ayrı başlıklar altında incelenmiştir.

### 1.2.1 Faiz Oranlarının Kontrolü

Bir ekonomide finansal baskı politikalarının uygulanıp uygulanmadığı, faiz oranlarının nasıl belirlendiğine bakılarak anlaşılabilir. Finansal baskı politikası uygulandığında, faiz oranı idari kararlar tarafından, genellikle piyasa denge oranının altında belirlenmekte ve kontrol altında tutulmaktadır. Bu uygulamaların olduğu ülkelerde hızlı bir enflasyon süreci yaşanıyor ise negatif reel faiz söz konusu olmaktadır.

Faiz oranlarının kontrol altında tutulması gerektiği düşüncesinin en önemli savunucularından Tobin'in bu konu ile ilgili yaklaşımı *q teorisi* olarak da bilinmektedir. Tobin, q teorisi ile yatırım harcamaları ile firmaların yenilenme maliyetleri arasında önemli bir ilişki kurmuştur. Buna göre, firmalar çıkaracakları

---

<sup>29</sup> Eschenbach, s.6

yeni pay senetleri ile daha yüksek miktarda yeni yatırım malları alabilecek ve yatırım miktarı artacaktır.<sup>30</sup> Tobin'e göre sonuçta, kredi faiz oranlarının yükselmesi, yenilenme maliyetinin firma piyasa değerinin üzerine çıkmasına, yatırım hacminin de düşmesine neden olabilecektir.

Tobin'in konu ile ilgili görüşleri şu şekilde toparlanabilir;

1. Faiz oranına sınırlama getirilmesi ve enflasyonun belirli bir seviyede tutulması ekonomik performansı arttırmanın şartları arasındadır. Enflasyonist politikalar yatırımları teşvik ettiğinden iktisadi büyümeye yardımcı olurlar. Yatırımların artması ve sermaye birikiminin gerçekleşmesi için para tutmanın getirisi sermayenin getirisinden daha düşük olmalıdır.<sup>31</sup>
2. Finansal piyasaların baskı altında tutulması ve kontrol edilmesi, üretken sermaye lehine para talebini yükselterek, sermaye/ işgücü oranının ve böylece iktisadi büyümenin artmasını sağlayacaktır.
3. Sermaye birikim oranının kabul edilebilir bir artış göstermesi için tasarruf eğilimi yükselmeli, ancak bir tasarruf aracı olarak para tutma talebinde bir azalış olmalıdır.
4. Artan tasarruf eğilimi ile oluşacak birikim fiziksel sermayeye yönelmiş olmalı, para tutma eğilimi meydana getirmemelidir.

Ancak fiziki sermayeye yönelen tasarruf artışı, sermayenin marjinal verimliliğinde düşüşe ve böylece sermaye getirisinde azalmaya neden olabilir. Bu durumda nominal para getirisinin sabit olduğu varsayıldığında, paranın cazip hale gelmesiyle sermaye birikimi azalacak ve para lehine değişen yeni bir portföy dengesi oluşabilecektir. Sermaye birimi başına para stokunun artması ile portföyün getirisinde düşme beklenebilir. Tüm bunlar tasarruf artışlarının yol açacağı bir olumsuzluk olarak nitelendirilebilir.

<sup>30</sup> Y.Aşıkoğlu, **Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization**, İstanbul: Capital Market Board, 1995, Publication Number: 24, s.6

<sup>31</sup> T.M. Skorski, **Financial Liberalization in Developing Countries**, Glas: Edward Elgar Publishing Ltd., 1996, s.63

Finansal baskı uygulamalarının taraftarlarına göre, faiz oranları piyasa denge oranının altında sabit iken, reel faiz oranının tasarruf fonksiyonu ile ilişkisi pozitif, yatırım fonksiyonu ile negatiftir. Bu durumda nominal faiz oranlarında herhangi bir düşüş ve/veya fiyatlar genel seviyesinde bir yükseliş sonucu reel faiz oranının düşmesi ile mevcut tasarrufların azalmasına karşın yatırım harcamalarında bir artış beklenir. Ancak yatırımların finansmanı tasarruf birikimleri ile gerçekleştiğinden, yukarıda belirtilen ters ilişkiye rağmen, düşük reel faiz oranının yatırımlara nasıl katkıda bulunacağı açıklanmamıştır.

Finansal baskı karşıtlarının başını çeken McKinnon ve Shaw'a göre, faiz oranlarının bir tavan oran uygulanarak kontrol altında tutulması ve böylece gerçekleşen faiz oranının çoğunlukla denge oranının altında kalmasının ekonomiye etkisi dört başlık altında toplanabilir;<sup>32</sup>

- a) Düşük faiz oranı bugünkü tüketimi teşvik eder, buna karşılık gelecekte yapılacak tüketimi sınırlar. Mevcut gelirden tüketim payının artması ise ülke tasarruf düzeyini optimum seviyesinin altına düşürür.
- b) Mevduat faizlerinin düşük olması, enflasyon nedeniyle oluşacak gelir kayıplarını azaltamayacağı için yatırımcıyı banka mevduatı yerine ülke ekonomisine nispeten daha az gelir sağlayabilecek yatırımlara yönlendirmektedir. Bu durumda bankaların kredi kullandırma olanakları ile getirisi yüksek yatırımların finansmanı da kısıtlanmış olmaktadır.
- c) Faizlerin düşük olması borç kullanan tarafı da etkilemektedir. Ucuz maliyetli kredi bulabilme imkanı bulan girişimci daha çok sermaye yoğun projeleri seçecektir. Bunun ekonomiye maliyeti ise yeni istihdam olanaklarının gelişmemesidir.
- d) Kullanılmak istenilen ucuz maliyetli kredilerle düşük getirili yatırımların finanse edilmesi rasyonel bir davranış olacak ve gerçekten kârlı projelere ayrılacak fonların payı azalacaktır.

Ayrıca faiz oranlarına tavan uygulanmasına yapılan bir diğer eleştiri, bankaların faiz dışı maliyet artışları üzerinedir. Aksak rekabet sistemi içerisindeki

---

<sup>32</sup> M.J.Fry, "In Favour of Financial Liberalisation", **Controversies in Macroeconomics Growth, Trade and Policy** (Edited by Huw David Dixon), Oxford:Blackwell Publishers Ltd, 2000, s.190



bankalar, kredi kullandırım fiyatını belirlerken, negatif reel faiz oranı nedeniyle düşük buldukları faiz oranlarını, faiz dışı maliyetlerle arttırma çabası içine girerler. Nitekim nominal faiz oranını yükseltmeyen bankalar, pazarlama yöntemi olarak tasarruf sahiplerine; reklamlar, açılan yeni şubeler ve çeşitli hediyeler gibi araçlarla ulaşmaya çalışırlar. Ancak bu yöntem ile oluşacak maliyetler, bankaların kredi müşterilerine yansıtılmakta ve yatırımların finansman maliyeti yükselmektedir. Dolayısıyla negatif reel faiz ortamında beklendiği gibi yatırım maliyetleri düşmemektedir.

Negatif reel faiz oranının ekonomiye bir diğer olumsuz etkisi halkın portföy tercihinden kaynaklanmaktadır. Enflasyonun hızlandığı bir ekonomide, reel servet kaybını önlemek isteyen hanehalkları negatif reel faiz ortamında, portföy seçimlerinde gayrimenkule ağırlık vermeyi tercih edebilmektedirler. Böylece mevduat hesaplarından çekilen fonlar, gayrimenkul alımlarına yönelmeye başlayabilmekte ve arazi fiyat artış hızının enflasyonun üzerinde olmasına ve hanehalklarının reel servetinin yükselmesine neden olabilmektedir. Böylece geçici fayda maksimizasyonlarına dayanan tüm tasarruf teorilerinin de belirttiği gibi; servette beklenenin üzerindeki yükselişler hem şimdiki hem de gelecekteki tüketimi arttırmaktadır.<sup>33</sup> Bu etki ile toplam gelirlerden tasarruflara ayrılan payın düşmesi yatırım hacminde azalmayla sonuçlanacak, diğer yandan da ülke ekonomisi adına üretken olmayan alanlara kaynak aktarılacaktır.

Bir başka finansal serbestleşme yanlısı Galbis'in finansal baskıya yaklaşımı, McKinnon'ın ikili etki görüşlerine oldukça benzemektedir. Galbis'de gelişmekte olan ekonomilerin geleneksel ve modern olmak üzere iki sektöre sahip olduğu savı üzerine model oluşturmuştur. Modern sektörde yapılan yatırımlar, geleneksel sektöre yapılanlardan daha verimlidir. Galbis'e göre finansal baskı ile para otoritelerinin reel faiz oranını denge düzeyinin altında tuttuklarında, mevduat faiz oranı denge oranının altında sabitlenmekte, kredi faiz oranı ise serbest rekabet piyasasında oluşacak denge seviyesinin üzerinde belirlenmektedir.

---

<sup>33</sup> Fry, **Money, Interest and Banking**, s.17

Reel mevduat faiz oranlarında azalma, geleneksel sektörün tasarruflarını düşürür. Tasarrufların daralması ile sınırlanan kredi arzı sonucu kredi faiz oranı düşer ve modern sektörün kredi talebi artar. Ancak kredi arzının yetersizliği karşısında, modern sektörün yatırımları düşer ve kredi arz ve talebi daha düşük bir noktada dengeye gelir. Geleneksel sektör, denge durumunda oluşacak mevduat faiz oranından daha az gelir getirecek alanlara yatırım yaparken, modern sektördeki ise yüksek getirili alanlara daha az yatırım yapabilecekler ve tüm toplum gelir kaybına uğrayarak, hem toplumsal refah seviyesi düşecek hem de büyüme hızı yavaşlayacaktır.

Dornbusch ve Reynoso da, faiz oranları üzerindeki tavanların kaldırılmasına taraftardır. Çünkü reel pozitif faiz oranlarının yükselmesi ile daha başka koşullarda elverişli duruma geçilecek dış kaynaklar, yurt içi finansal sisteme yönlendirilebilecektir. Bu durumda finansal baskının ortadan kaldırılması yatırımlar için gerekli olan tasarrufların temin edilebilmesine olanak sağlayacaktır. Finansal yapılar ve kurumlar bu süreci destekleyebilir veya engel olabilir. Dornbusch'a göre, özellikle yüksek ve istikrarlı olmayan enflasyonla birleşen baskı altındaki bir sistem kalkınma ile birçok yönden ters düşmektedir.<sup>34</sup>

### **1.2.2 Yüksek Rezerv Tutma Zorunluluğu**

Finansal baskı politikalarının bir diğer uygulaması yüksek rezerv tutma zorunluluğudur. Gelişmekte olan ülkelerde yüksek rezerv tutma zorunluluğu sıklıkla karşılaşılan bir durumdur. Finansal baskı uygulamaları sonucu yükselen zorunlu rezerv tutma oranları (rezerv oranları) ile hükümetler gelirlerini arttıran bir kaynağa sahip olurlar. Bunun nedeni ise, rezerv oranlarının bir anlamda finansal kurumlardan alınan örtülü vergi niteliği taşımasıdır. Ancak rezerv oranının yükselmesi mevduatların maliyetini arttırır. Bankalar aynı anda kredi faiz oranlarını yükseltmediklerinden, mevduat faiz oranı olması gerekenin altında belirlenmektedir.

---

<sup>34</sup> R.Dornbusch, A.Reynoso, "Financial Factors in Economic Development", **NBER Working Paper Series**, No: 2889, 1989, s.5

Kapur ve Mathieson'a göre, faiz oranları üzerindeki kontroller kaldırılrsa dahi, rezerv oranı yüksek ise, faizlerin dolaylı olarak kontrol edildiği ortaya çıkmaktadır. Enflasyon sıfır olsa bile, rezerv oranının varlığı mevduat faiz oranı üzerinde tavan görevi görecektir. Sonuçta uygulanması gereken politika, bankaların kredi kullandırma faaliyetlerini arttırmak için rezerv oranının düşük tutulmasıdır. Kapur tarafından geliştirilen ve McKinnon tarafından savunulan politika; rezerv oranının düşürülmesi veya mevcut rezerv oranında kredi faiz oranının piyasa tarafından belirlenmesinin sağlanmasıdır. Ayrıca rezerv tutma gerekliliği tamamen kaldırıldığında büyüme hızının maksimum seviyeye ulaşacağını iddia etmişlerdir.

Mathieson'ın konu ile ilgili geliştirdiği modele göre, durağan durum halinde beklenen enflasyon oranı ( $\pi_e$ ), mevcut enflasyon oranı ( $\pi$ )'e eşit ise, nominal mevduat faiz oranı ( $d$ ) olduğunda, reel mevduat faiz oranı ( $d - \pi_e$ ) aynı kalır. Mathieson'ın modelinde bu değişmezlik bir varsayım olarak yer almaktadır. Bu durumda rezerv oranı mevduat faiz oranını sınırlamaktadır. Rezerv oranı daha düşük bir seviyeye geldiğinde, mevduat faiz oranı yükselecektir. Mathieson'ın modeline göre; zorunlu rezerv oranı yükseldikçe denge kredi faiz oranı da artarak yatırımların azalmasına neden olacaktır. Sonuçta üretim artışı ile sağlanabilecek sağlıklı bir iktisadi büyüme hızı elde edilemeyecektir.

### 1.2.3 Kredi Dağılımında Seçicilik

Finansal baskı politikalarının diğer bir önemli sonucu kredi dağılımında seçiciliktir. McKinnon ve Shaw, kredi dağılımında seçicilik diğer anlamda selektif kredi politikaları üzerinde de durmuşlardır. Herhangi bir finansal baskı durumunda kredi dağılımının belirleyicileri; yatırımdan beklenen verimlilik yerine işlem maliyetleri, alınan riskin derecesi, teminatın kalitesi, politik etkiler, kredi kullananın ismi, kredinin büyüklüğü ve kredi kullandıranların sağladığı faydalar olacaktır.<sup>35</sup> Ayrıca bankalar risk primlerini kredilere uygulanan fiyata ekleyemediklerinden, risk alma davranışlarını da kredi talep eden aleyhine değiştireceklerdir.

---

<sup>35</sup> Eschenbach, s.7

Seçici kredi dağılımı uygulamalarının ön koşulu finansal piyasaların bölünmesi ve sınırlandırılmasıdır. Bu tür uygulamalar sonucunda kamu, bir yandan özel kesim yatırımlarını teşvik ederken diğer yandan kendi önceliklerine göre yönlendirmektedir. Özel bankalardan da kalkınma planlamalarının öngördüğü, ülke ekonomisi için öncelik tanınan alanlara sübvans edilmiş faiz oranından kredi kullandırılarak kaynaklarının bu alanlara yönlendirilmesidir.

Bankalar kredilerini yatırım projelerinin beklenen getirilerine göre değil, maliyetler ile alınan risklere göre dağıtmakta ve bu dağılım rastgele yapıldığından yatırımların verimliliği düşmektedir. Çünkü kredi tavanları düşük olduğundan düşük verimli yatırımlar kârlı hale gelmektedir. Faiz oranları üzerine tavanın konulmaması halinde, yüksek faiz maliyeti nedeniyle kredi talebinde bulunmayacak girişimciler, faiz oranının sınırlandırılması ile piyasaya girince kredi dağılımında seçicilik artmaktadır. Doğrudan kredi programları ile kolaylıkla alınabilen böylece kredibilitesi düşük borçluların artması ile borçların geri ödenmeme riskinin yükselmesi, finansal sistemin kırılganlığını da çoğaltmaktadır.

Selektif kredi uygulamalarının diğer bir boyutu da kaynakların dengesiz dağılımı nedeniyle sosyal refahın bozulmasına neden olmasıdır. Sonuçta McKinnon ve Shaw tarafından önerilen politik reçetede; finansal baskı politikalarından vazgeçilmesi ile selektif kredi uygulamalarına da son verilmesi beklenmektedir.

### **1.3 Finansal Serbestleşmenin Tanımı ve İktisadi Büyüme Kanalları Üzerine Etkisi**

Serbestleşme, fiyatlandırmanın serbest piyasa koşullarına bırakılması, devlet kontrolünün kaldırılması ve piyasanın kendi işleyişine bırakılmasıdır. Temel yaklaşım ise piyasa mekanizmasının kaynak dağılımındaki rolünü arttırmaktır. Serbestleşme taraftarlarına göre, deregülasyon döneminden sonra asimetrik bilgi ve irrasyonel kaynak dağılımı problemi, serbest piyasa koşullarında kendiliğinden çözülebilecektir.

1970'li yıllara kadar sermaye yetersizliği içerisinde bulunan ülkelerde, para arzının kontrolünde, tefeciliğin önlenmesinde, daha yüksek tasarruf ve yatırım

hedeflerine ulaşmada finansal piyasaların kontrol altında tutulmasının, serbest bırakılmasından daha iyi sonuç vereceği görüşü yaygındı. Ayrıca Doğu Asya'daki hükümetlerin finansal sisteme endüstriyel gelişme için gerekli olan sektörlere yönlendirmek üzere müdahale etmelerinin sonucunda yüksek büyüme hızına ulaşmaları, finansal piyasalara *kısıtlama* ve *baskı* uygulamalarını teşvik etmiştir.<sup>36</sup> Keynes'in ardından Tobin gibi iktisatçıların çizdiği teorik çerçeve de gelişmekte olan ülkelerin müdahaleci politik kararları ile örtüşüyordu. Hükümetler vergi geliri elde etmede yeterli olmadıkları durumlarda, kısıtlama ve baskı politikaları ile finansal sistem üzerinden vergi etkisi yaratacak kararlar alabilmekte idi.

McKinnon ve Shaw, Keynes ve Tobin'in savundukları fikirlerinin tam tersine, finansal sistemde topyekün bir serbestleşme hareketini ve finansal piyasalara uygulanan baskı politikalarının kaldırılması gerektiğini savunmuşlardır. Teorilerinin ana unsurları; finansal piyasalar, reel faiz oranı, tasarruf ve yatırımdır.

McKinnon-Shaw modelinin temel olarak nitelenebilecek özellikleri şu şekilde sıralanabilir:<sup>37</sup>

- a) Tasarruf fonksiyonu, hem reel mevduat faiz oranı hem de reel büyüme oranı ile pozitif ilişkilidir,
- b) Yatırım fonksiyonu, reel mevduat faiz oranı ile negatif, buna karşılık büyüme oranı ile pozitif ilişkilidir,
- c) Otoriteler tarafından sabit tutulan nominal faiz oranları denge oranının altında gerçekleşir,
- d) Faiz oranının denge seviyesinin altında olduğu koşullarda, kredi olarak kullanılabilir fonlar verimsiz yatırım projelerine dağıtılmaktadır.

McKinnon ve Shaw'un incelemeleri genellikle gelişmekte olan ülkeler üzerinedir ve bu ülkelerdeki düşük performanslı yatırımlar ve iktisadi büyümenin sorumlusu olarak finansal baskı politikalarını göstermişlerdir. McKinnon ve Shaw yaklaşımının merkezini, reel faiz oranı ile iktisadi büyüme arasında kurulan pozitif ilişki oluşturmuştur.<sup>38</sup> McKinnon ve Shaw'un pozitif reel faiz oranının uygulanması sonucunda bekledikleri gelişmeler şu şekilde özetlenebilmektedir;

<sup>36</sup> Denizler, "The Political Economy of Financial Repression in Transition Economies", s.2

<sup>37</sup> Fry, "In Favour of Financial Liberalisation", s.190

<sup>38</sup> Skorski, s.67

1. Faiz oranlarına tavan uygulanan döneme göre, reel faiz oranının artması ile yatırım ve tasarruf seviyesi yükselecek, toplam yatırım ve tasarruflar optimum seviyeye yaklaşacaktır. Tasarrufların bankacılık sistemine yönelmesi ile borç verilebilir fonlarda artış olması yatırımlar için daha fazla kaynağı olanaklı hale getirebilecektir.
2. Kredi faiz oranlarının artması nedeniyle, finansman maliyetleri yükselen girişimciler düşük getirili projeler yerine daha verimli yatırım projelerine yöneleceklerdir. Bu projelerin faiz oranının üzerinde kâr elde edebilecekleri alanlar olmasına dikkat edilecektir. Böylece üretimde verimlilik sağlanacaktır.
3. Üretken ve verimli yatırımların yükselmesi, süreç içerisinde iktisadi büyümeyi de hızlandıracaktır.

McKinnon ve Shaw'un finansal piyasalara getirilen kısıtlamaların büyüme ve verimlilik açısından etkileri üzerine düşünceleri ekonomistlerin ve politika uygulayıcılarının dikkatini çekmiştir. 1970'li yılların sonuna doğru birçok ülkede finansal baskı politikaları yerini serbestleşme uygulamalarına bırakmıştır. 1980'li yıllara gelindiğinde, finansal piyasalarda gerçekleştirilecek liberalizasyonun iktisadi büyüme için gerekli ön koşullardan biri olduğu iktisadi tartışmaların önemli konularından biri haline gelmiştir.

Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası gibi serbest piyasa ekonomisini uygulamayı amaçlayan kurumlarda, McKinnon ve Shaw'dan etkilenecek finansal serbestleşme hareketine istikrar paketlerinde genel liberalizasyon politikalarının içerisinde yer vermişlerdir. Dünya Bankası'nın 1989 yılında yayımladığı Kalkınma Raporu'nda, Dünya Bankası'nca kullanılan kredilerde, krediyi kullanan ülkedeki kamu müdahaleleri üzerine eleştirilerin artarak devam ettiği belirtilmektedir.<sup>39</sup>

Tek başına McKinnon'ın finansal serbestleşmenin iktisadi büyüme kanallarını etkileme konusu üzerine geliştirdiği model, *outside money* (dışsal para) modeli olarak bilinmektedir. Dışsal para modeli olarak adlandırılmasının nedeni ise,

---

<sup>39</sup> Collier, s.5

girişimcilerin yatırımlarını finanse etmek için kredi kullanmadıkları görüşünü içermesidir. Dışsal para yaklaşımında piyasadaki para, özel sektörün kullandığı kredilerden değil kamu harcamalarından oluşmaktadır. Para sadece dışsal olduğunda bankalar portföylerinde kamu kağıdı tutarlar ve özel sektöre kredi kullandırmazlar.<sup>40</sup> McKinnon'a göre, dışsal para modeli, reel mevduat faiz oranlarının tasarrufu, yatırımı ve son olarak da büyümeyi nasıl etkilediğini açıklamada temel teşkil etmektedir.

Bu yaklaşım iki varsayımı içermektedir. Bunlar,<sup>41</sup>

- a) Tüm ekonomik birimler kendi kendilerinin finansmanı ile sınırlanmışlardır.
- b) Yatırımlar bölünmezdir ve yatırım harcamasının hacmi, aynı şekilde tüketime yapılan harcamadan daha büyük miktardadır. Yatırım yapmaya eğilimli olan girişimciler, yapacakları harcamaya göre paralarını ayarlarlar.

İlk varsayım, yani kendi kendine finansman, herhangi bir potansiyel yatırımcının hedeflediği projeyi gerçekleştirmek üzere yatırım yapmak için gerekli parasal kaynağı oluşturmak zorunda kalmasına dayanmaktadır. Daha yüksek bir mevduat faiz oranı, tasarrufun fırsat maliyetini paraya yatırım yapmaya göre daha düşük kılmaktadır, bu durum yatırım projelerini finanse etmek isteyen firmalar için itici bir güç olmaktadır.<sup>42</sup> Firmalar tasarruflarını mevduatlarda değerlendirip, reel anlamda elde ettikleri gelir yükseldikçe, hedefledikleri projenin finansman problemini de çözmüş olmaktadır.

İkinci varsayım ile ilgili Lazaros E. Molho'nun McKinnon'ın tamamlayıcılık teorisi ile ilgili yaptığı analizde, hem kredi hem de tasarruflar ile finanse edilen büyük miktarda yatırımlara örnek olarak endüstrileşmiş ülkelerdeki emlak satın alımları gösterilmiştir.<sup>43</sup> İstenilen gayrimenkul için genellikle ödenecek olan tutarın yüklü miktarda olması nedeniyle tamamı için borç alınamaz. Kısmen kredi kullanılırken, kısmen de mevduat hesaplarından ve/veya diğer finansal varlıklar ile

<sup>40</sup> Eschenbach, s.7

<sup>41</sup> Fry, **Money, Interest and Banking**, s.20

<sup>42</sup> Skorski, s.67

<sup>43</sup> Fry, **Money, Interest and Banking**, s.23

finansman sağlanabilmektedir. Bu gibi durumlarda mevduat ve fiziksel sermaye birbirini tamamlayıcı durumdadır, ancak bu geçici bir tamamlayıcılıktır, çünkü aynı zamanda mevduat ve fiziksel sermaye birbiri yerine ikame edebilmektedir.

Para ve sermayenin birbirleri yerine ikame ettiğini savunan Tobin'in tersine, McKinnon söz konusu iki unsurun birbirlerini tamamladıklarını söylemiştir. Bu nedenle McKinnon'un yaklaşımı aynı zamanda *complementary theory* (tamamlayıcılık teorisi) olarak da tanımlanmıştır. Bir yatırımcı daha sonra yapacağı yatırımlar için önceden tasarruf veya diğer aktiflerin birikimini yapmalıdır. Böylece mevduatlar ile fiziksel sermaye birbirlerini tamamlamaktadır.

Finansal serbestleşmenin gerekliliği ile ilgili aynı görüşleri hemen hemen aynı zamanda paylaştıkları halde, Shaw'un modelinde finansal serbestleşmenin iktisadi büyüme kanallarını ele alınmasında farklı bir yol izlenmiş, tamamlayıcılık teorisini benimsenmemiştir. Çünkü ona göre, yatırımcılar finansman ihtiyaçlarını kendi kendilerine karşılamakla sınırlı değildiler. Shaw, McKinnon'un dışsal para modeli yerine *inside money* (içsel para) olarak adlandırdığı modelinde; finansal liberalizasyon sonrası reel faiz oranlarının yükselmesi ile yatırım ve tasarrufa olan eğilim, finansal piyasaların gelişimi ve yatırımların ortalama etkinliğini incelemiştir. Shaw'un yatırımcıların hem kendi kendilerine hem de finansal piyasalardan temin edeceği kredilerle finansman kaynağı sağlayabileceğini savunan modeli gerçek yaşama daha çok uymaktadır.

Aşağıda finansal serbestleşmenin sırasıyla tasarruf, yatırım, finansal piyasalar ve para talebi üzerine etkileri ayrı ayrı incelenmiştir.

### **1.3.1 Finansal Serbestleşmenin Tasarruf Üzerine Etkisi**

McKinnon ve Shaw, finansal serbestleşmenin tasarruflar üzerine etkisine büyük önem vermişlerdir. Çünkü reel faiz artışından başlayarak, büyümede hedeflenen hıza ulaşılması, ancak toplam tasarruf hacminde beklenen yükselme ile mümkün olacaktır. Finansal baskı politikaları da en fazla eleştiriyi kredi taleplerinin artması adına faiz oranlarının yükselişini sınırlayarak tasarruflarda azalmaya yol açması ile almaktadır. Oysa tasarruf sahiplerine ödenen pozitif reel faiz oranı sonucu



finansal piyasalara yönelen tasarruflar, yatırıma ivme kazandıran temel taşlarından biridir.

Finansal serbestleşmeden tasarruf hacmi üzerine beklenen etki, faiz oranlarının piyasanın gerektirdiği denge oranına yükselmesi ile sağlanabilecektir. Bu durumda ülke halkının birikimlerini mevduatlarda değerlendirmek cazip hale gelecektir. Finansal kuruluşların yeterli gelişmişlik düzeyine sahip olması ve kendilerine yönelen bu birikimleri yatırımlara kanalize edecek gerekli koşulların sağlanmış olması halinde, aracılık görevlerini tam olarak yerine getireceklerdir. Bu süreç sonucunda ise üretime yönelik verimli yatırım projelerinin finansman olanağı ortaya çıkacak ve büyüme hızı artacaktır. Ayrıca tasarrufların artması toplam tüketimi daraltıcı etki yapacak ve böylece enflasyonist baskılar da ortadan kalkacaktır.<sup>44</sup>

McKinnon'ın tamamlayıcılık teorisi finansal liberalizasyon süreci ile birleştirildiğinde ortaya şu sonuç çıkmaktadır; kısa dönemde finansal liberalizasyon sonrası reel faiz oranları yükseldiğinde, birikimler fiziki sermaye yerine getirisi nispeten yükselmiş olan mevduatlara yönelecektir. Mevcut durum itibariyle gelecekte yapılacak yatırımlar için bugünden para biriktirmek daha cazip hale gelecektir. Bu durumda mevduat, fiziki sermayenin yerine ikame etmektedir ve fiziki sermaye yatırımlarında azalma meydana gelebilecektir. Orta dönemde ise fiziki sermaye ve mevduatlar birbirini tamamlayıcı duruma gelecek ve fiziki sermaye yatırımları artacaktır.

Diğer yandan Mathieson finansal liberalizasyon sonucu mevduat faizi oranının yükselmesinin bir sınırı olması gerektiğini savunmuştur. Önerdiği yol ise; denge mevduat faiz oranının, zorunlu rezerv tutma oranından daha yüksek, ancak sermayenin verimliliğinden daha düşük olması gerektiği yönündedir. Mathieson'a göre, bu gibi denge durumunun üzerinde bir mevduat faiz oranı, bu defa kredi faiz oranlarının yükselmesine, dolayısıyla yatırımların zayıflayıp iktisadi büyüme oranının düşmesine neden olabilecektir.

---

<sup>44</sup> Öcal, s.274

McKinnon-Shaw hipotezinin önemli savunucularından Fry'a göre ise, durağan durumda reel faiz oranı; tasarrufları, bu kanalla yatırımları ve nihayet yatırımların verimliliği yoluyla iktisadi büyümeyi etkilemektedir. Fry, tasarruf davranışlarını yaşam döngüsü modeli içerisinde incelemiştir. Küçük yarı açık bir ekonomide tasarruflar, yurt içi veya yurt dışı yatırımları finanse etmektedir. Standart yaşam döngüsü modeli, genç ve gelir sahibi olan ve yaşlanıp gelirleri olmadığına yapacakları tüketim için şimdiden tasarruf yapan bireyleri içermektedir.<sup>45</sup> Basit bir yaşam döngüsü modelinde herbir bireyin tüm hayatı boyunca tüm kaynaklarını tükettiği varsayılmaktadır. Toplam tasarruflar, ortalama tasarrufa sahip bireylerin yaş profilleri ile her bir yaş grubunun dağıtabileceği yaşam boyu gelirleri tarafından belirlenmektedir.

Toplam reel gelirlerde pozitif bir yükselme, genç yaştaki tasarruf sahiplerinin yaşam boyu gelirlerini tasarruf yapamayan yaşlı gruba nispetle yükseltecektir ve böylece toplam tasarruflarda artış olacaktır. Büyüme etkisi oranı olarak adlandırılan bu durum, bireylerin yaşamları boyunca elde edecekleri gelir ve tüketim arasındaki ilişki tarafından kendi kendine belirlenmektedir.

Nüfus bağımlılık oranı\* sabit olmakla birlikte, yaşam döngüsü teorisi sermaye başına reel gelir ve nüfustaki büyümenin toplam tasarruf üzerine benzer etkileri olduğuna işaret etmektedir. Bağımlılık oranındaki bir yükselme tüketimin ortalama yaşını azaltır, ancak kazançların ortalama yaşı üzerinde daha küçük bir etkiye sahiptir. Böylece nüfus bağımlılık oranındaki bir artış toplam tasarruf fonksiyonundaki büyüme oranına etkisini azaltmaktadır. Yaşam boyu tüketim düzeyi üzerinde bağımlılık oranının etkisi ise belirsizdir.

### 1.3.2 Finansal Serbestleşmenin Yatırımlar Üzerine Etkisi

Hem McKinnon hem de Shaw, yatırımların finanse edilmesi gerektiği konusunda hem fikirdirler. Teorik olarak birbirlerini yanlış çıkarmamaktadırlar. Her ikisinin yaklaşımında, eninde sonunda içsel veya dışsal olarak yatırımlar finanse

<sup>45</sup> Fry, **Money, Interest and Banking**, s.47

\* Nüfus Bağımlılık Oranı; çalışma çağındaki nüfus ile çalışma çağı dışındaki çocuk ve yaşlı nüfusun birbirine oranıdır.

edilmektedir.<sup>46</sup> Üstelik her iki modelde de özel sektörün finansmanı, finansal araçlar veya kendi kendilerine olsun, iç tasarruflarla yapıldığından, McKinnon- Shaw modelinin bir içsel para modeli olduğu söylenebilmektedir. Büyük miktarlardaki yatırımların finansmanı için yatırımcıya gerekli olan kaynağın tamamı borçlanma yolu ile elde edilemeyebilir. Çünkü finanse edilmek istenen miktarın artması ile yatırımcının karşısına borçlanmada sınırlamalar gelebilir. Bir başka deyişle tüm ekonomik birimler kendilerinin ortaya çıkartabildiği finansman olanakları ile sınırlıdırlar.

Dornbusch ve Reynoso'ya göre yatırımlar ile iktisadi büyüme arasındaki pozitif ilişkinin bulunması nedeniyle aşağıdaki koşulların gerçekleşmesi büyüme üzerine olumlu etki yapacaktır. Bunlar;

- a) Firmalar (ve/veya hükümetler) yatırım yapmaya istekli olmalıdır,
- b) Tasarruflar ortaya çıkmalı, kullanıma hazır olmalıdır,
- c) Bu tasarruflar en çekici yatırım olanakları ile karşılaşılan ve yatırım yapmayı planlayanlara yönlendirilmelidir.

Finansal serbestleşme yatırımları, miktar ve verimlilik olmak üzere iki farklı kanaldan etkilemektedir. Yatırımların miktarının mı, yoksa verimliliğinin mi iktisadi büyümeyi daha çok etkilediği önemli bir tartışma konusu olmuştur. Aşağıda finansal serbestleşmenin yatırımlar üzerine bu iki farklı etkisi ayrı başlıklar altında incelenmiştir.

### **1.3.2.1 Finansal Serbestleşmenin Yatırımların Miktarı Üzerine Etkisi**

McKinnon – Shaw'un iyi bir takipçisi olan Kapur'un yaklaşımının ana düşüncesi finansal serbestleşmenin ardından yatırımın miktar olarak gelişmesinin iktisadi büyümeyi hızlandırmasıdır. Kapur, yatırımı finanse edecek fonların sayısını ve böylece yatırımları arttırdığı için faiz oranlarındaki yükselişin büyümeyi geliştirdiğine inanarak, finansal liberalizasyonu desteklemiş ve bu doğrultuda bir model sunmuştur.<sup>47</sup> Yaklaşım Shaw'un borç aracılığı görüşü ile benzer özellikler taşımaktadır; yüksek faiz oranı tasarrufları teşvik eder, bu ise bankacılık sektörünün

---

<sup>46</sup> Eschenbach, s.7

<sup>47</sup> Skorski, s.69

kredi olarak kullanılabileceği kaynaklarında gelişmeye yol açar ve yatırımlar nicel olarak artar.

Analizinde ekonomide kullanılmayan sabit bir sermaye tutarının var olduğunu varsayan Kapur, firmaların bankalardan talep ettikleri kredilerin bir kısmı ile reel işletme sermayesindeki artışı finanse ettiklerini ve diğer bir kısmı ile de fiyatlar genel düzeyindeki bir artışın sonucu olarak eksilen işletme sermayesini yerine koyduklarını belirtmiştir. Enflasyon oranı yükseldikçe, daha fazla banka kredisi işletme sermayesinin nominal değerindeki artışları finanse etmeye yönelecektir. Bu ise sermaye stoku birikimi artışında kullanılacak kredi miktarında azalma anlamına gelmektedir. Sabit sermaye finansmanına ayrılan payın toplam krediler içerisindeki payı küçüldükçe, sermaye birikimi oranı ve daha sonra ekonominin büyüme hızı azalacaktır.

Mathieson da geliştirdiği modelinde finansal sistemin yatırımları kalite olarak değil, miktar olarak etkileyebildiği sonucuna varmıştır. Modelde işgücü fazlası olan gelişen bir ülke ekonomisi ele alınarak, Harrod-Domar tipi üretim teknolojisi bulunduğu varsayılmıştır.  $Y$ 'nin reel üretim,  $K$ 'nin sabit işletme sermayesi toplamını ve  $\sigma$ 'nın çıktı / sermaye rasyosunu temsil ettiği  $Y = \sigma K$  eşitliğinde, sermaye stokundaki değişme, diğer bir deyişle yatırımların miktarı finansal sistem tarafından etkilenmektedir, ancak yatırımların verimliliği ile ilgili bir etki sözkonusu olmamaktadır.

### 1.3.2.2 Finansal Serbestleşmenin Yatırımların Verimliliği Üzerine Etkisi

McKinnon, yatırımların GSYİH içerisindeki payının artırılması kadar yatırımların kalitesinin de üzerinde durulması gerektiğini ve sermayenin verimliliğine yeterince önemin verilmediğini belirtmiştir. Yatırımın kalite yönünden gelişmesi finansal aracılığın güçlenmesi ile gerçekleşmektedir. Çünkü gerçekte finansal araçlar yatırım projelerini değerlendirirken, projelerin marjinal verimlilikleri ile değil, kredilerin geri dönüş riski ile ilgilenmektedirler. Reel faizlerin yükselmesi ile girişimciler faiz maliyetinin üzerinde getiri sağlayacak alanlara yönelmek isteyecekler ve ancak bu verimli yatırımlar ile mümkün olabilecektir. Bu

durumda finansal kuruluşlar da yüksek kâr getirecek verimli yatırımlara kaynak aktaracaklardır.

Finansal baskı politikalarının yatırımların verimliliğine de etkisi olumsuzdur. Bu durumu hem yatırımcı hem de finansal araçlar açısından ele almak mümkündür. Yatırımcı penceresinden bakıldığında; düşük verimli yatırım projelerine sahip girişimcilerin davranışları göze çarpmaktadır. Nitekim finansal serbestleşmenin ardından faiz oranı tavanının kaldırılması ve faizlerin yükselmesi ile birlikte bu tür girişimciler ödeyecekleri faiz oranının oldukça altında kalan kârları nedeniyle düşük verimli veya verimsiz yatırımlarından vazgeçeceklerdir.

Kapur, yatırımların miktarına önem veren Mathieson ile aynı formül üzerinden çalışmış, ancak Mathieson'un tersine, yatırımların verimliliği üzerinde durmuştur. Kapur, sermayenin verimlilik artışlarını incelerken Harrod-Domar'ın tek sektörlü büyüme modelini kullanmıştır. Buna göre;

$$Y = \sigma K \quad (3)$$

(3) no'lu denklemde, Y büyümeyi,  $\sigma$  ortalama sermaye verimliliğini ve K toplam sermaye stokunu göstermektedir. Bu eşitlik reel ücretler sabit ise sınırsız işgücü arzının varlığında sermayenin verimliliğini de tanımlamaktadır. Böylece K'da herhangi bir artış, işgücünde de oransal olarak bir artışı ifade etmektedir. Bu durumda büyüme hızındaki değişim (4) no'lu denklemdeki gibi tanımlanabilmektedir;

$$Y^* = \sigma^* K^* + K^* \sigma^*, \quad K^* = I = S \quad (4)$$

Denklemde  $Y^*$  büyüme hızındaki değişimi,  $K^*$  yeni yatırımları,  $\sigma^*$  verimlilikteki artışı temsil etmektedir. Bu durumda büyümenin kaynakları; veri yatırım verimliliği ve yeni yatırımlar ile veri toplam sermaye stoku ve verimlilikteki artışın toplamından meydana gelmektedir. Böylece üretimdeki artış üzerinde yeni yatırımların etkisi denklemin sağ tarafındaki birinci tanımda belirtilmektedir. Bununla birlikte aynı zamanda denklemin sağ tarafındaki ikinci tanımda ise belirli sermaye stoku durumunda üretimdeki artış önemli olabilmektedir. Bununla birlikte teorik veya ampirik olsun birçok analiz, verimlilikteki artış sıfır ise mevcut

verimliliğin yanında yeni yatırımların artan üretimin tek kaynağı olduğunu göstermiştir.<sup>48</sup>

Buradan analizine devam eden Kapur, büyüme oranı ile tasarruf eğilimi ve yatırımların verimliliğini ilişkilendiren bir formül daha geliştirmiştir. (4) no'lu denklemin, ikinci tanımında yer alan verimlilik artışı sıfır olarak kabul edildiğinde,  $K = I = S$  eşitliği nedeni ile  $Y^* / Y = \sigma S$  olacak ve denklemin her iki yanını  $Y^*$ 'ye bölünürse,  $S / Y$  tasarruf eğilimini verdiğiinden (5) denklemi elde edilecektir.

$$Y^* / Y = \sigma s \quad (5)$$

(5) no'lu denklemden anlaşıldığı üzere, tek bir ülke için büyüme oranı basit bir şekilde tasarruf eğilimi ile sermayenin ortalama verimliliğinin çarpımına eşit olmaktadır. Böylece finansal serbestleşmenin ardından reel faizlerin artışı sonucu hem tasarruf hem de yatırım verimliliğinin artması, iktisadi büyümeyi hızlandıracaktır.

Galbis de, Mathieson'dan farklı olarak finansal sistemin yatırımların verimliliğini etkileyebildiğini söylemiştir. Böylece finansal serbestleşmenin yatırımın etkinliğini güçlendirerek iktisadi büyümeyi çoğaltması mümkündür.<sup>49</sup> Toplam reel tasarruflar faize karşı inelastik olsa bile sermaye stokunun kalitesinde gelişme kaydedilebilmektedir. Görüşlerinin temelinde yüksek reel faiz oranlarının büyümeyi teşvik ettiği bulunmaktadır. Tam istihdam varsayımı altında, sermaye getirisi daha yüksek olan yeni teknolojiye kaymaktadır. Oysa finansal baskı altında düşük faiz oranı ile etkin bir kamu teşviği garantisine bağlı olarak, verimsiz ve düşük kârlı yatırımlar finanse edilebilir. Bu tip yatırımların finanse edilmesi demek daha yüksek kârlı yatırımların resmi kredi piyasasından dışlanması demek olacaktır. Nominal faiz oranının yükselmesi ve selektif kredi politikasının sona ermesi ile düşük getirili yatırımlar sınıflandırma dışında bırakılarak, finansal sistemde kaynakların etkin dağılımı sağlanacaktır.

<sup>48</sup> McKinnon, **The Order of Economic Liberalization**, s.21

<sup>49</sup> Skorski, s.75

Galbis, yatırımın ortalama verimliliği üzerinde finansal baskının etkisini analiz ederken iki sektörlü modelini kullanmıştır.<sup>50</sup> Çalışmasında gelişmekte olan ekonomiler üzerine yoğunlaşan Galbis, daha önce de belirtildiği gibi bu tür ekonomilerin modern ve geleneksel olmak üzere iki sektörlü olma özelliğini ele almıştır. Birincisi düşük bir sabit sermaye getirisine  $r_1$  sahip geleneksel sektördür. İkincisi ise daha yüksek sabit bir sermaye getirisine  $r_2$  sahip olan modern sektördür. Bu düşüncenin dayandığı varsayım şunlardır;<sup>51</sup>

1. Gelişmekte olan ülkeler geleneksel ve modern olmak üzere iki tür teknolojiye sahiptir.
2. Geleneksel ve modern sektörler yapılıan yatırımların getiri oranları arasında farklılıklar bulunmaktadır.
3. Söz konusu sektörlerin fiziki ve insani kaynakları farklı şekillerde kullanmaları ve ikinci maddede önerülen varsayım nedeniyle sektörlerin verimlilik dereceleri arasında ciddi farklar bulunmaktadır.

Galbis'in yaklaşımında toplam sermaye  $K$ , geleneksel sektör sermayesi  $K_1$  ile modern sektör sermayesi  $K_2$ 'nin toplamına eşittir. O halde  $K=K_1+K_2$ 'de  $K$ 'yı sermayenin tam istihdamı varsayımı altında sabit kabul ettiğimizde,  $K_2$ 'deki herhangi bir artış,  $K_1$ 'de azalmayı gerektirir, bu halde ikinci sektörde daha yüksek getiri elde edilebildiğinden toplam üretimde ve toplam gelirdeki artış daha fazla olacaktır.

Galbis, geleneksel sektörde yapılan yatırımın tamamen kendi kendine finanse edildiğini ve finansal kuruluşlardan kredi kullanılmadığını varsaymıştır. Bu sektörde yatırımın düzeyi, sermayenin getirisi  $r_1$  ve reel mevduat faiz oranı  $d$  tarafından belirlenmektedir. Kendi kendine finansman düzeyinin çerçevesi ise gelirin sabit bir fonksiyonu olan tasarruf ve tutulan reel para dengesi ile çizilmektedir. Dolayısıyla geleneksel sektördeki girişimciler fiziksel sermayeye yatırım yapmak yerine birikimlerini banka mevduatı şeklinde tutabilirler. Bu yaklaşım Tobin'in bireylerin portföylerini banka mevduatları ve fiziksel sermaye ile birlikte oluşturdukları düşüncesine benzemektedir.

<sup>50</sup> Fry, **Money, Interest and Banking**, s.43

<sup>51</sup> Skorski, s.76

Modern sektörde yapılan yatırımlar için ise finansal piyasalardan kredi kullanıldığını kabul eden Galbis, söz konusu sektörde bulunan girişimcilerin finansal piyasalarda hem mevduat müşterisi hem de kredi talep eden durumunda olduklarını belirtmiştir. Yatırımlar, söz konusu sektör tarafından yapılan tasarruflar ve bu tasarruflarla desteklenen banka kredilerinin toplamına eşittir. Modele göre yatırım olanaklarının bol olduğu bu sektörde, yatırım fonksiyonu sermayenin getirisi  $r_2$  ve reel kredi faiz oranı tarafından belirlenmektedir.

Azalan verimler yasası uyarınca kaynakların  $K_1$ 'den  $K_2$ 'ye doğru hareket etmesi, diğer koşullar sabitken, birinci sektörün marjinal verimliliğini arttırırken, ikinci sektörde ise marjinal verimliliği azaltmaktadır, böylece daha sonraki bir aşamada iki sektörün getiri oranları eşitlenecektir. Galbis'e göre oranlar bir kere eşitlendiğinde, sektörlerden herhangi bir sermaye geçişi ise büyüme ve geliri azaltacaktır. Kaynakların transferi işgücünün tam mobil olduğu yaklaşımını beraberinde taşımaktadır. Eğer işgücü tam olarak mobil olmasaydı,  $K_1$ 'in marjinal verimliliği artarken birinci sektörün işgücü oranı  $L_1$ 'in verimliliği ve ücret oranları düşerdi. Böylece işgücü mobilitisenin eksikliği, geleneksel sektörde gelir kayıplarına neden olacağından refah artışları tek bir sektöre göre olacaktır.

Alan H.Gelb de sermayenin verimliliği üzerinde durmuş ve konunun önemini belirtmek amacıyla kullandığı analizde “çıktı / sermaye” oranını kullanmıştır. Ulaştığı sonuç şu bakımdan ilginçtir; daha yüksek bir mevduat faiz oranı, GSYİH'nın bir oranı olarak toplam tasarruflar veya yatırım artışlarından daha çok yatırımın verimliliğini etkilemektedir.

### 1.3.3 Finansal Serbestleşmenin Para Talebi Üzerine Etkisi

Para talebi, sabitleştirilmiş nominal faiz oranları ve enflasyona bağlı olarak değişmektedir. Portföy dengesi gereği, hanehalkları mevduat yoluyla üretken yatırımları finanse etmek yerine enflasyon sonucu meydana gelen kayıpları karşıladığı ve de üretken olmayan varlıklara yöneldiğinden enflasyonun büyümeyi azalttığı sonucu çıkarılmaktadır.<sup>52</sup>

---

<sup>52</sup> Eschenbach, s.8



Yatırımların verimliliği ve rezerv oranları ile ilgili görüşlerine yer verilen ve finansal serbestleşmenin gerekliliğine inanan Kapur, modelinde paraya da değinmiştir. Kapur, paranın iktisadi büyümeyi etkileme anlamında nötr olmadığını belirtmiştir<sup>53</sup> Sabit nominal mevduat faiz oranı reel para talebini ve böylece reel kredi arzını enflasyon oranındaki hareketlere bağlı olarak değişmesini sağlar. Paraya olan talep reel mevduat faiz oranları tarafından belirlendiğine göre, enflasyon arttığında ve nominal mevduat faiz oranı değişmediğinde, reel para talebi düşecektir. Finansal serbestleşmenin ardından mevduat faiz oranlarının yükselmesiyle, reel para talebi ve böylece reel banka kredi arzı artacaktır. Buradan çıkan sonuç, iktisadi büyümeyi hızlandırıcı politikaların mevduat faiz oranının piyasaca belirlenen denge oranına doğru arttırılmasını da kapsamı gerektirir.

Galbis, para talebi ile ilgili görüşünü de daha önce de bahsedilen iki sektörlü model yaklaşımı ile açıklamıştır. Finansal serbestleşmenin ardından faiz oranlarının yükselmesi ile geleneksel sektörün para talebi artmakta, portföylerinde buldukları fonları buldukları sektörde yatırım yapmak yerine mevduatlara yönlendirmektedirler. Çünkü geleneksel sektörde reel faiz oranının yükselmesi ile birlikte yatırımın getirisi, mevduatın getirisinin altında kalmaktadır. Böylece mevduata yönelen geleneksel sektör parası, verimliliği yüksek yatırımların bulunduğu modern sektöre kredi olarak kullanılabilir ve iktisadi büyüme hızlanacaktır.

#### **1.4 Finansal Serbestleşmenin Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi**

Finansal liberalizasyondan beklenen bir diğer olumlu etki de finansal derinleşmenin artarak, sistemin daha da gelişmesi üzerinedir. Bankalar, hem az gelişmiş hem de gelişmiş olan ülkeler için en önemli aracı kuruluşlardır.<sup>54</sup> McKinnon ve Shaw'a göre gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemleri incelenirken göz önüne alınması gereken önemli bir konu vardır; söz konusu ülkelerin finansal sistemi belirgin bir şekilde ticari bankaların hakimiyeti altındadır ve sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve sermaye piyasalarının etkinliği düşüktür. Kalkınma ve ziraat

<sup>53</sup> Fry, **Money, Interest and Banking**, s.33

<sup>54</sup> Becci, s.47

bankaları gibi uzmanlık gerektiren bankaların sayısı ise ticari bankalarla kıyaslandığında oldukça yetersiz kalmaktadır.

Yine gelişmekte olan ülkelerde tahvil piyasası zayıftır ve hazine kağıtları piyasası gerekli likidite rasyosunu yerine getirmek durumunda olan veya kamu ile olan anlaşmaları gereği alacaklı konumunda olan alıcılar tarafından kullanılmaktadır.<sup>55</sup> Finansal liberalizasyon sonrasında rekabet koşullarının düzeldiği ve bankalar dışında diğer finansal kuruluşlarında gelişme gösterdiği, sonuçta topyekûn finansal piyasanın derinlik kazandığı bir sisteme kavuşulması beklenmiştir.

Shaw, finansal aracılardan özel olarak önem vermiştir. Bu nedenle aynı zamanda modeli *debt-intermediation* (borç aracılığı) olarak da adlandırılmıştır. Shaw'a göre finansal kuruluşlar aşağıdaki işlemleri gerçekleştirerek tasarruf sahiplerinin reel gelirlerini yükseltirken, yatırımcıların da reel maliyetlerini aşağıya çekmektedirler. Bunlar;

- a) Piyasanın likidite tercihlerine uygun koşulları sağlarlar,
- b) Finansal araçların çeşitlerinin artırılması yoluyla riski azaltırlar,
- c) Ekonomiyi yatırımları finanse edecek şekilde biçimlendirirler,
- d) Operasyonel verimliliği arttırlar,
- e) Bilgi edinme maliyetini düşürürler.

Finansal serbestleşmenin ardından yükselen faiz oranları ile birlikte finansal sistemin tasarruf ve yatırımcılar arasındaki aracılık faaliyetleri artacaktır. Tasarruf sahibine sunulan getirinin yükselmesi ile finansal sistemin borç verme kabiliyeti artacak ve bankalar daha fazla yatırıma kaynak dağıtabilir hale gelecektir.<sup>56</sup>

Dornbusch ve Reynoso'nun, finansal derinlik ve büyüme arasındaki bağıntı açıklanması sırasında, finansal derinliğin  $M_2/GSYİH$  şeklinde ölçülmesini eleştirmişlerdir. Yine Dornbusch ve Reynoso'ya göre, bu şekilde ölçülen finansal derinlik ile büyüme arasındaki bağımlılık ilişkisi güçlü değildir<sup>57</sup> ve finansal derinliğin salt  $M_2/GSYİH$  şeklinde hesaplanması, analiz sırasında ülkelerin finansal

<sup>55</sup> Fry, "In Favour of Financial Liberalisation", s.189

<sup>56</sup> Skorski, s.68

<sup>57</sup> Dornbusch, "Financial Factors in Economic Development", s.10

yapılarındaki farklılıkların yeterince görülememesine neden olmaktadır. Bu görüşe göre banka dışındaki mevduatları da kapsamı bakımından  $M_3/GSYİH$  daha uygun olabilmektedir.

Dornbusch ve Reynoso'ya göre ekonomik kalkınma sürecinde finansal faktörler iki kanaldan etkilerini gösterirler. Bunlar;<sup>58</sup>

1. Tasarrufların kullanılabilirlik veya ortaya konabilirlik derecesine etkide bulunarak,
2. Aynı zamanda bu tasarrufların getirisi yüksek yatırım projelerine yönlendirilmesine aracılık ederek.

Finansal sistemin büyümeye etkisi makroekonomik faaliyetler kanalı ile de gerçekleşebilmektedir. Genellikle zayıf finansal sistemlere sahip ülkelerde, finansal piyasalar enflasyona ve ödemeler dengesinde darboğazlara yol açmakta ve tüm bunlar daha sonra daraltıcı makroekonomik önlemlerle sonuçlanıp, yatırımları ve büyümeyi yavaşlatmaktadır.

Finansal baskı politikaları, finansal piyasaları rekabet yönünden de olumsuz etkilemektedir. Bu duruma daha çok gelişmekte olan ekonomilerin finansal piyasalarında karşılaşılmaktadır. Ayrıca bu tür ekonomilerde finansal piyasalarda bankacılık sektörünün hakimiyeti nedeniyle, baskıcı politikaların bankalararası rekabete etkisi güçlü olmaktadır. Bankacılık sektöründe rekabetin gelişmesini engelleyen sınırlanan faiz oranıdır. Sağlıklı bir rekabet ortamının olmadığı finansal piyasalar yeterli gelişmeyi gösteremediklerinden herhangi bir ekonomik kriz karşısında kırılganlıkları artmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ki tüm faiz oranı tavanı uygulamaları sırasında enflasyonun yükselmesi karşısında, taşınabilir ve finansal varlıklardan oluşan dengesiz ve kararsız portföy artışları görülmektedir. Sonuçta daha yumuşak atlatılabilecek enflasyon şoku, tüm bu olanların etkisiyle giderek daha da büyüebilmektedir.

Finansal serbestleşmenin finansal piyasalarda rekabete yaptığı olumlu katkının yanında, serbestleşme uygulamaları için de rekabetin gerekli olduğu ileri sürülmüştür. Bu düşüncenin önemli savunucularından Kapur'un çalışmasında,

---

<sup>58</sup> Dornbusch, "Financial Factors in Economic Development", s.2

finansal serbestleşmenin başarısı bankacılık sisteminin sağlıklı rekabeti koşuluna bağlanmıştır. Bankacılık sistemi sağlıklı bir rekabet düzeni içerisindeyse, finansal serbestleşme sonucu faiz oranları tavanının kaldırılması optimal sonuçları verecektir. Ancak bankacılık sisteminin oligopolistik ve merkezileşmiş bir yapı sergilemesi durumunda mevduat faiz oranının bankaların kendi aralarındaki anlaşmaya bağlı olarak minimum bir seviyede kalması olasıdır. Böylece finansal serbestleşmeden beklenen, reel faiz oranının optimum seviyesine yükselme durumu gerçekleşmeyecektir.

### **1.5 Finansal Serbestleşmenin Başarısı İçin Çevresel Unsurlar**

Finansal serbestleşme ile düşüncelerini ortaya atmasının ardından gelen eleştiriler ve uygulamalar McKinnon'ı yeniden değerlendirme yapmaya itmiştir. McKinnon finansal serbestleşmenin başarısını artırmanın yollarını ve/veya başarısız olunmasının nedenlerini ortaya çıkarmaya çalışmıştır. McKinnon yeniden yaptığı değerlendirmede kamu müdahalelerine karşı eski katı tutumundan vazgeçmiştir. Finansal serbestleşmeye geçişte kimi ekonomiler için finansal kısıtlamaların dereceli olarak kaldırılması daha sağlıklı sonuçlar vermektedir. Özellikle genel fiyat seviyesindeki artışlar yüksek ve güvenilir olmadığı, bankacılık sisteminin zayıf kaldığı ve faiz oranlarının tamamen kontrolsüz bırakıldığı dönemde, enflasyon ve nominal faiz oranını dengeye getirmeye çalışmak oldukça riskli bir durumdur.

Japonya'nın finansal serbestleşme konusundaki başarısı bu konuya örnek teşkil etmekte ve finansal serbestleşmenin başarı şartları için ipuçları vermektedir. Her ülkenin şartları kendine özgü olmakla birlikte, Japon deneyiminin yol gösterici sonuçları aşağıda verilmiştir;

1. Japonya'da kamu kesimi, finansal piyasaları bütçe açıklarını finanse etmek için kullanmamıştır. Tam tersine parasal senyorej, bankaların özel sektöre kredi akışını arttırmak için finansal sisteme aktarılmıştır.
2. Üzerinde mutabık kalınmış düzenli dalgalanan döviz kurunun desteklediği istikrarlı bir fiyat düzeyiyle birlikte sağlıklı yürütülen parasal politikalar uygulanmıştır. Bu para politikaları yüksek reel faiz oranı ve yüksek reel büyüme hızının korunmasında prensipli bir yol olarak

benimsenmektedir. Japon hükümeti yüksek nominal faiz oranını, yurt içi fiyat seviyesindeki değişiklikleri dengelemek için kullanmamıştır.

3. Sermaye piyasasının yeterli derinliğe kavuşmasının ardından kamu otoriteleri ticari bankalardaki mevduatları güvence altına almış, diğer mevduat kabul eden finansal araçların faaliyetleri üzerindeki kısıtlamalarda kaldırılmıştır.
4. Yurt içi bankacılık sistemi, hiç bir zaman kendisini doğrudan veya dolaylı döviz kuru riski ile karşılaştıracak yabancı sermaye girişini absorbe eden ana finansal kuruluşları olmamışlardır. Sınırlı yabancı sermaye girişleri ya doğrudan yatırım şeklinde ya da daha çok lisans anlaşmaları şeklinde olmuştur.

Tayvan da enflasyonist etkileri azaltmış, tasarruf sahiplerinin yurt içi bankacılık sistemine yönelmelerini teşvik etmiş, özel sektöre kredi olarak kullanılabilecek fonları arttırmış ve istikrarlı bir iktisadi büyüme yakalayabilmiştir. Japonya ve Tayvan'da finansal serbestleşme uygulamasındaki başarıya karşılık, yukarıda sayılan şartları yerine getirmemiş olan Arjantin, Brezilya ve Uruguay gibi Latin Amerika ülkeleri ise aynı başarıyı gösterememişlerdir.

Buradan çıkarılacak sonuç serbestleşmenin gerçekleştirildiği ülkelerin yapısı ve uygulama şartlarının başarıda etkili olduğudur. Finansal serbestleşmenin uygulandığı ülkelerdeki borçlanmanın yüksekliği, bu ülkelerin mali ve parasal kontrollerinde yeterli başarıyı gösterememelerine ve müdahaleci politikaların kaldırılması ile ilgili uygulamalara gerekli olan desteği sağlayamamalarına neden olmuştur. Çeşitli ülke deneyimlerinden alınan sonuçlara bakarak 1990'lı yıllara gelindiğinde, IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar da finansal serbestleşmenin ekonomik istikrarlılık ile birlikte yürütülmesi gerektiği konusunda birleşmişlerdir. Aynı dönemde finansal serbestleşmenin öncü savunucularından McKinnon da, istikrarlı bir fiyat düzeyine kavuşmadan oluşan reel faiz oranı ile gerçekleşecek finansal ve ticari serbestleşme uygulamalarının kolay olamayacağını belirtmiştir.<sup>59</sup>

---

<sup>59</sup> McKinnon, **The Order of Economic Liberalization**, s.82

Teorik yaklaşımlar ve uygulamalardan alınan sonuçlar birlikte ele alındığında finansal serbestleşmenin başarısında önemli rolü olan unsurlar aşağıdaki gibi toparlanabilir;

1. Fiyat istikrarının ve bankacılık sektöründeki sağlam düzenlemelerin mevcudiyeti,
2. Kamu harcamalarını azaltan sıkı mali politikalarının benimsenmesi,
3. Dışsal ve içsel politikalar arasında koordinasyonun sağlanması.

Aşağıda fiyat istikrarı, sıkı mali politikalar ve dışsal ve içsel politikaların koordinasyonu ayrı başlıklar altında incelenmiştir.

### **1.5.1 Mali Disiplinin Sağlanması**

Finansal baskının eleştirildiği konulardan biri de reel faiz oranlarının düşük tutulması ile ülkenin birikimlerinin finansal kurumlar yerine bütçe açıklarının finansmanına yönlendirilmesidir. Ancak finansal baskı politikalarının kaldırılması sırasında yüksek bütçe açığı olduğu sürece, reel faizler yükseldiğinde de yine toplam tasarrufların önemli bir kısmı kamuya aktarılacaktır. Üstelik bu defa kamunun, kaynakları kendisine çekebilmek amacı ile hem daha yüksek faiz vermesi gerekmekte hem de sermaye giriş çıkışlarının da serbestleşmesi ile borçlanma imkanı artmaktadır. Bu olumsuzluklar tüm ekonomiyi etkileyecek niteliktedir.

Yüksek reel faiz kamunun borçlanma maliyetlerini arttırarak, yeniden borçlanma ihtiyacını ortaya çıkarmakta ve bu defa bütçe açığı faiz ödemeleri nedeniyle daha da büyümektedir. Bu birbirini besleyen kısır döngü sonucu hızla artan bütçe açığı çok önemli ekonomik ve siyasal problemlere neden olmakta ve ülke refah seviyesi hızla düşebilmektedir. Sermaye giriş ve çıkışlarının serbestleşmesi de, kamuya yeni borçlanma imkanları verdiği için, yukarıda bahsedilen kısır döngünün daha da hızlanmasına neden olmaktadır.

Dornbusch ve Reynoso'ya göre büyüme üzerinde yatırımların etkinliğini anlamak için mali istikrara doğrudan dikkatini vermek daha iyidir. Yaptıkları analizde kırkbir ülkeyi incelemişler ve sonuçta yüksek enflasyon ve iktisadi büyüme arasında önemli bir ilişki bulmuşlardır. Yüksek enflasyonun ekonomik kalkınma

üzerine finansal faktörlerin etkisini ortaya çıkarmaktaki rolü, bütçe açıklarının finanse edilme yollarını göstermesi ile ilgilidir. Ancak bu yolla gelir sağlamak büyüme için risklidir. Bununla birlikte finansal sektörün liberalizasyonu enflasyonu yükseliş yönünde harekete geçirebilmektedir. Bankaların mevduat hesaplarına yüksek faiz oranı olanağı sunmasıyla, tasarruf sahipleri enflasyon maliyetini karşılayabileceklerdir. Bu durumda ise kredi maliyetleri yükselecek ve verimli yatırım projelerinin finansman olanağı kısıtlanacaktır.

Bir başka yönden bakıldığında; finansal serbestleşme ve mali disiplin arasındaki ilişki, portföy yatırımları konusunda da ortaya çıkmaktadır. Finansal serbestleşme portföy sahiplerine yüksek faiz kazancı sağlama imkanı vermektedir. Banka dışındaki finansal kuruluşlar günlük kullanılabilen ve faiz karşılığında çalışan yatırım olanakları sunabilmekte ve tahvil veya kamu kağıdı tutmaktadırlar. Bankacılık sistemindeki mevduat kaynaklarının para piyasasına yönelmesi finansal aracılık sistemini kısıtlamaktadır. Reel parasal tabana olan talepteki düşme bütçe açığının finansmanı ile ilgili olarak enflasyon oranının yükselmesine neden olmaktadır. Sonuçta, bütçe açığındaki azalmanın eşlik etmediği finansal liberalizasyon enflasyon oranını yükseltecektir.<sup>60</sup>

Bu durumda finansal serbestleşme sonucu beklenen reel faiz artışı ile büyümeye uzanan zincir, tasarruf kaynaklarının kamuya aktarılması nedeniyle kırılmaktadır ve büyüme hızında beklenen gelişme yakalanamamaktadır. Ayrıca mali disiplinini sağlamamış bir hükümet enflasyon vergisi veya yüksek rezerv tutma zorunluluğu ile fiyatları kontrol altına almaya çalışmaktadır, ancak bu finansal serbestleşmenin özüne ters bir durumdur.

### **1.5.2 Yurt İçi Fiyat Düzeyinde İstikrar Sağlanması**

Yurt içi fiyat düzeyindeki istikrar, finansal serbestleşmenin başarısının önemli bir koşuludur. Doğrudan para kontrolüne başvurmaksızın yurt içi fiyat düzeyinde istikrar sağlamak ve mevduat ve böylece kredi faiz oranlarını istikrarlı bir

---

<sup>60</sup> Dornbusch, "Financial Factors in Economic Development, s.23

şekilde reel anlamda pozitif tutmak, bu arada reel döviz kurundaki dalgalanmaları en aza indirmek başarılı bir ekonomik kalkınma için can alıcı konulardır.<sup>61</sup>

Enflasyonist ve böylece riskli hale gelen bir ekonomide nominal faiz oranının sağlıklı bir şekilde artırılmasının sınırları bulunmaktadır. Ayrıca herhangi bir makroekonomik istikrarsızlık durumunda mevduat kabul eden ticari bankalar yakından gözlenmeli ve sürekli kontrol altında tutulmalıdır. Bu durum fiyat düzeyinin istikrarlı olduğu zamanlara nazaran hala pozitif ancak daha düşük olan mevduat ve kredi faiz oranlarında da geçerli olmaktadır. Fiyat düzeyindeki istikrar finansal riski sınırlandırmakta ve borç alıp-verme sürelerinin uzamasını sağlamaktadır.

Daha önce de belirtildiği gibi, finansal liberalizasyon savunucularının en önemli varsayımı; yüksek reel mevduat faiz oranının, reel sermaye oluşumunun kalitesini ve böylece iktisadi büyümeyi arttırdığıdır. Ancak eğer fiyat seviyesi istikrarlı ise daha yüksek reel mevduat faiz oranı minimum riskle sürdürülebilmektedir. Bununla birlikte nominal faiz oranı ve enflasyonun değişik kombinasyonları, ki bu da mevduat sahiplerine ödenen reel getiriye belirlemektedir, ekonomik performans üzerinde olumlu farklılıklar ortaya çıkarabilmektedir.

Konunun başka bir yönü ise, yurt içi fiyat seviyesinde istikrar sağlanmaz ise tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinin zor olmasıdır. Enflasyonist bir ekonomide finansal aktiflerin faiz oranları genellikle negatiftir ve bu durum tasarruf sahibinin finansal aktifleri daha az çekici bulmasına neden olmaktadır. Enflasyon etkisiyle yönlendirilmiş tasarruf etkisi toplam likit aktifler üzerinde negatif ters etkiyi gösterdiğinden sosyal tasarruflar ve reel faiz oranı veya toplam tasarruflar ve enflasyon arasındaki ilişki zayıf veya şüphelidir.

Genel fiyat seviyesindeki artışları düşürerek reel faiz oranını yükseltmek suretiyle, endüstri ve tarımsal firmalar düşük getirili yatırımlara yönelmekten veya enflasyon kaybını karşılamak amacıyla üretken olmayan alanlara girmekten de korunurlar. Bunun yerine firmalar portföy dengelerini nakit tutarak sağlayabilirler. Daha da önemlisi sonuçta daha küçük veya daha riskli firmalar finansal

---

<sup>61</sup> McKinnon, **The Order of Economic Liberalization**, s.30



kuruluşlardan kredi kullanmaktan vazgeçebilmekte, yüksek miktarda finansman gerektiren yatırımlara girebilmektedirler. Enflasyon tarafından birikimleri azaltılmadığı için, iyi bir yatırım olanağı çıktığında birikimlerini kolaylıkla üretken yatırımlara yönlendirebilmektedirler.

### 1.5.3 Dışsal ve İçsel Politikaların Koordinasyonu

Mathieson finansal serbestleşmenin başarısı için dışsal ve içsel politika değişikliklerinin birarada koordine edilmesinin şart olduğunu vurgulamıştır. Model birleştirilmiş bir stabilizasyon politikasında döviz kuru politikası ile finansal liberalizasyon arasında potansiyel olarak bir bağımlılık olduğunu göstermiştir.<sup>62</sup> Açık bir ekonomide yurt içi faiz oranlarının artması sermaye girişine yol açacaktır, bu ise ilk olarak tasarruf eğilimini yükseltecektir. Bununla birlikte sermaye girişi ülke parasının değerini arttırarak uluslararası ticaretteki rekabetini azaltacaktır.

Ödemeler dengesinin kötüleşmesi gelecekte yapılacak bir devalüasyona ilişkin bir beklenti oluşturarak, bu defa sermaye akışını tersine çevirerek yatırım yapılabilir fonların çıkışına neden olacaktır. Bu nedenle döviz kuru ve finansal liberalizasyon politikaları, sermaye girişinin ticaret dengesi üzerindeki sağlıklısız etkisini ortadan kaldırmak için koordineli olmalıdır. IMF'nin desteklediği istikrar politikalarında Mathieson modelinin izlerini görmek mümkündür.

Mathieson'a göre finansal liberalizasyon uygulamaları hızlı bir şekilde gerçekleştirilmelidir, bunun nedeni ise politik faktörlerin reform hareketlerine karşı geliştirecekleri savunmaya fırsat vermemektir. Reformların hızlılığı liberalizasyon programının açık ekonomiyi kapsayan bir çerçevede yapıyor oluşunu göstermektedir.

### 1.6 Finansal Serbestleşme Aleyhinde Olan Görüşler

Finansal liberalizasyon uygulamalarına karşı olan görüşleri iki grupta toplamak mümkündür. Birinci grup; finansal serbestleşme politikaları yaygınlaşmadan önce devlet müdahalesini ve böylece finansal baskıyı uygun gören

---

<sup>62</sup> Skorski, s.80

görüşlerdir. Bu görüşler içerisinde Keynesyen yaklaşım ile Tobin'e yer verilmiştir. İkinci grup; 1980 yılından sonra finansal liberalizasyon politikalarının uygulanıp sonuçlarının alınmaya başladığı ve bu deneyim ile oluşturulan görüşlerdir. Yeni yapısalcılar, kredi tayinlaması taraftarları ve Yeni Keynesyenler bu başlık altında incelenmiştir. Çalışmada ilk grup finansal serbestleşmenin genel olarak uygulanmaya başladığı dönem olan 1980 yılının öncesi, ikinci grup ise 1980 yılı sonrası görüşler içerisinde incelenmiştir.

### **1.6.1 1980 Yılı Öncesi Finansal Serbestleşme Aleyhinde Olan Görüşler**

Keynes, kapitalist sistemin hakim olduğu ekonomilerde finansal sistemin ekonomiyi olumsuz etkileyebilecek bir yapıya sahip bulunduğunu ve paranın dikkatsizce yönetiminin iktisadi büyüme için önemli bir tehlike taşıdığını belirtmiştir. Bu yüzden ekonominin ve finansal sistemin kontrol altında tutulmasının gerekliliğine inanan Keynes, aynı zamanda reel faizlerin yüksek tutulmasının yatırımları engellediğini savunmuştur.

Keynes'in reel faizlerin düşük tutulması gerektiği görüşü 1960'lı ve 1970'li yıllarda önemli ölçüde kabul görmüş ve özellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulanmıştır. Bu nedenle kalkınma faaliyetlerinde kamunun rolüne iyimser yaklaşımıştır. Hükümetler dikkatlerini pazarlarını geliştirebilme ve kalkınma hamlelerini hızlandıracak olan genç endüstrileri teşvik etmeye vermişlerdir.

Klasik iktisatçılara göre para, değişim güdüsü ile tutulmaktadır, faiz ise tasarruf ve yatırımları eşitleyerek mal piyasasını dengeye getiren ve ayrıca bugünkü tüketimden vazgeçmenin, bir diğer deyişle tasarrufta bulunmanın bedelidir. Keynes ise parayı bir finansal varlık ve servet biriktirme aracı olarak gördüğünden, ona göre klasik iktisatçılar para talebini oldukça basit bir çerçevede içerisinde ele almışlardır.

Keynesyen görüşe göre para; değişim, ihtiyat ve spekülasyon güdüsüyle tutulmaktadır. Değişim ve ihtiyat güdüsü ile tutulan para gelirin bir fonksiyonudur. Para ihtiyat güdüsü ile gelecekteki belirsizlikler karşısında parasal dengenin sağlanması ve paranın bir şekilde saklanması için talep edilmektedir. Spekülatif güdü

ile tutulan para faiz oranının negatif bir fonksiyonudur. Para talebi üzerinde faiz oranı ve beklentilerin etkisi önemlidir.

Yeterince düşük faiz oranı seviyesinde para talebinin esnekliği sonsuz olabilmektedir. Bu durum iktisat literatüründe önemli bir yeri olan ve ilk kez Keynes tarafından ortaya atılan *Likidite Tuzağı* anlamına gelmektedir. Söz konusu yaklaşıma göre bireyler nominal faiz oranına bakarak para tutma şekline karar vermektedir. Keynes'e göre, bireylerin para talep etme nedenlerini paranın en yüksek likidite derecesine sahip olmasına bağlamaktadır ve diğer finansal varlıklara karşı parayı tercih etmeleri paranın fırsat maliyetine bağlı olmaktadır.<sup>63</sup>

Üretken sermayenin yerine geçmek üzere bir servet olarak paranın elde tutulmak istenmesi ve bu nedenle ortaya çıkan para talebi yatırımların denge dışındaki bir noktaya gerilemesine sebep olacaktır. Likidite tercihi teorisine göre kısa vadede faiz oranının denge düzeyini saptayan para arz ve talebidir.<sup>64</sup> Gelecek ile ilgili enflasyon beklentisinin sıfır olduğu varsayıldığında, denge faiz oranındaki değişiklikler reel para talebini belirleyerek paranın dolanım hızını etkileyecektir. Gelir düzeyindeki değişikliklerin para talebinin gelir elastikiyeti birden küçük olduğunda, reel para talebine etkisi pozitif yönlü olacaktır. Böylece Keynesyen görüşte para politikasının başarısı alınan önlemlerin faiz oranı üzerindeki ve faiz oranındaki değişimin ise harcama kararlarına etki derecesine bağlıdır.<sup>65</sup>

Keynes'in faize yaklaşımı önemli bir devrim niteliğindedir ve yatırım ve tasarrufları eşitleyen tek bir mekanizmanın varlığını kabul eden klasik iktisatçı görüşü reddetmiştir. Çünkü tasarruf ve yatırım ekonominin farklı birimleri tarafından yapılmaktadır. Tasarruf güdüsü sadece faiz tarafından etkilenmez, bireyler farklı nedenlerle tasarruf yaparlar ve tasarruf eğilimi gelir düzeyinden de etkilenmektedir. Faiz oranı ise daha çok tasarrufların nasıl kullanılacağı konusunda yol gösterici olma işlevine sahiptir.<sup>66</sup>

<sup>63</sup> H.H.Binhammer, **Money, Banking and the Canadian Financial System**, 5th Ed., Ontario: Nelson Canada, 1988, s.62

<sup>64</sup> Binhammer, s.64

<sup>65</sup> N.Keyder, **Para Teori Politika Uygulama**, Geliştirilmiş 7.b., İstanbul:Beta Dağıtım, 2000, s.294

<sup>66</sup> K.Yıldırım, D.Karaman, **Makroekonomi**, Geliştirilmiş 2.b., Eskişehir:Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı, 2001,

Sonuçta Keynesyen yaklaşım, devlet müdahalesinin gerekli olduğunu savunmaktadır. Böylece faiz oranlarının otoritelerce belirlendiği bir durumda, düşük faiz oranı ile yatırımlar teşvik edilebilir ve bu da uyumlu bir para politikası ile yerine getirilir. Para politikasının uyumlu olması, para politikalarının maliye politikasına eşlik etmesi anlamına gelmektedir.

Portföy Tercihi Teorisi'nde ise likit bir varlık olarak kabul edilen paranın talebinin belirlenmesindeki risk faktörüne yer verilmiştir. Portföy Tercihi Teorisi açısından para talebi, hanehalklarının para yerine tutabildikleri diğer aktiflerin taşıdıkları riskler ve getiriler tarafından belirlenmektedir.<sup>67</sup> Böylelikle nakit olarak tutulan para, portföy içerisinde yer alan ve alternatif varlıklara karşı ikame edilebilen bir değer konumundadır. Buna göre tahvilin getirisinde belirsizlik olması halinde, bireyler portföylerinde aynı anda hem tahvil hem de para tutabilmektedirler. Ayrıca bu portföyün içerisinde para ve tahvil dışında, farklı getiri ve risk derecesine sahip olan diğer yatırım araçları da bulunabilmektedir. Sadece hanehalkları tarafından değil, banka ve banka dışı kurumlar tarafından da tutulan varlıklara olan talep; söz konusu varlığın kendi getirisine, rakip varlığın getirisine, reel gelire ve reel servete bağlıdır.

Vadesiz mevduat ve nakit para arasındaki ikame edilebilirlik derecesi düşük iken, her ikisinin de diğer finansal varlıklarla ikame edilebilirliği güçlüdür. Faiz oranlarında herhangi bir yükselme olduğunda, vadeli mevduatlarda bir artış beklenebilir. Söz konusu koşulda, vadesiz mevduatlarda ve/veya nakit para tutma talebinde düşüş yaşanacaktır, ancak bu durum nakit paraya olan talepte daha fazla olacaktır. Reel gelirden meydana gelecek bir artış, gelirin elastikiyetinin de uygun olması halinde, nakit tutma oranına negatif etkide bulunacaktır. Bir başka deyişle reel gelir artışı ile nakit tutma eğilimi azalır. Reel gelirdeki artış sonucu vadeli mevduat hesaplarına yönelme olup olmayacağı, elde edilen gelir farkının spekülasyon eğilimli mi yoksa harcama eğilimli mi olduğuna bağlıdır. Eğer mevduat hesaplarında bir artış söz konusu olursa yatırımın finansmanında kullanılacak kaynakların yükselmesi söz konusu olabilecektir.

---

<sup>67</sup> G.Mankiw, *Macroeconomics*, 3rd Edition., New York: Worth Publishers, 1992, s.484

Portföy tercihi teorisyenlerinden James Tobin, Keynes'in tek taraflı beklenti davranışlarını açıklayan düşüncelerine alternatif olacak şekilde, para talebi ile ilgili teorisini geliştirmiş ve paranın iktisadi büyüme içerisindeki yerini araştırmıştır. Portföy dengesi yaklaşımı, Tobin'in risk alan davranışlar olarak likidite tercihi üzerine yaptığı çalışma kullanılarak analiz edilebilmektedir.<sup>68</sup>

Tobin, Keynes'in beklentilerle şekillenen tek yanlı para talebi yaklaşımını yeterli bulmayıp, bu düşünceyi geliştirecek bir alternatif getirmiştir. Ona göre, bireyler portföy tercihleri sırasında, yatırım araçları arasında mutlak bir seçim yapmamakta ve farklı zaman dilimlerinde portföylerinde hem para hem de bono bulundurabilmektedirler.<sup>69</sup> Yine Tobin'e göre bireylerin tercihleri ile ilgili yapılan varsayımlara dayanarak yüksek faiz oranında bireylerin risk alma davranışlarında değişme olabilmektedir.

Gelecekle ilgili daha fazla gelir elde etme beklentisi içerisinde birey, kendini daha zengin hissettiğinde üstlenebileceği risk oranını da yükseltecektir. Bu durum Keynes tarafından savunulan, faiz oranları ile para talebi arasındaki ters ilişkiyi de göstermektedir. Tobin'in göz önüne aldığı belirsizlikler; olası faiz oranlarının ihtimal dağılımı ve elde tutulan bonoların gelecekte beklenen getirisi üzerinedir.<sup>70</sup> Tobin modelinde finansal baskıyı savunmaktadır. Buna göre finansal baskı üretken sermayenin lehine olacak şekilde paraya olan talebi azaltır, böylece sermaye/emek oranı yükselirken, iktisadi büyüme hızlanmaktadır.<sup>71</sup>

Tobin, temel prensibi yatırım faaliyetlerinin ikili etkisi üzerine olan Harrod-Domar modeline parayı ilave etmiştir.<sup>72</sup> İkili etki, net yatırımın bir yandan üretime yönelik bir talep oluşturması sırasında, diğer yandan çıktı miktarını yükselterek ekonominin kapasitesini arttırmasıdır.<sup>73</sup> Sermaye stokunun bir parçası olarak yatırım ve tasarrufların artış hızı, işgücü artış hızının altına düşerse; çalışan başına düşen her bir sermaye oranı veya diğer bir deyişle sermaye yoğunluğu da azalacaktır. Tam tersi

<sup>68</sup> Fry, **Money, Interest and Banking**, s.11

<sup>69</sup> Binhammer, s.391

<sup>70</sup> E.A.Diulio, **Schaum's Outline of Theory and Problems of Money and Banking**, New York: McGraw-Hill Book Company, 1987, s.208

<sup>71</sup> Eschenbach, s.6

<sup>72</sup> Fry, **Money, Interest and Banking**, s.8

<sup>73</sup> Parasız, Modern Büyüme Teorileri, s.39

eğer tasarruf ve yatırımların büyüme hızı işgücününkine oranla daha yüksek çıkarsa bu durumda sermayenin yoğunluğu artacaktır.

Tobin'in modele parayı ilave etmesiyle, yatırımcıların beklenen davranışında değişiklik olabilecektir. Çünkü bu defa, üretken sermayeye ikame edebilen bir portföy varlığı olarak para karşımıza çıkmaktadır. O halde sermayenin marjinal verimliliği, paranın getirisinin altında gerçekleşirse, planlanan yatırımlar planlanan tasarrufların altına düşecek, bu etkileşimin sonucunda da toplam gelir azalacaktır. Sonuçta yüksek faiz ortamında paranın getirisi, sermayenin marjinal verimliliğinin üzerine çıktığından, Tobin'e göre büyüme için bu olumsuz bir durumdur.

Ayrıca paranın modele katılmasıyla ikili etki nedeniyle, yatırım için gerekli olan tasarruflarda da azalma meydana gelecektir. Artık tasarrufun bir kısmı ile para tutulmakta ve yatırım faaliyetlerinde harcanmak üzere üretken sermayeye yönlendirilmemektedir. Sermaye yoğunluğunun daha düşük olması nedeniyle, paranın olmadığı ekonomilere kıyasla parasal ekonomilerde sermaye başına düşen gelir daha düşük çıkmaktadır.

### **1.6.2 1980 Yılı Sonrası Finansal Liberalizasyon Aleyhinde Olan Görüşler**

Finansal serbestleşmenin 1980'li yıllarda çeşitli ülkelerde uygulanmaya başlaması ve finansal krizlerin artması karşıt görüşleri de kuvvetlendirmiştir. 1980 yılından sonra finansal liberalizasyona en önemli tepkiler; Yeni Yapısalcılar, Yeni Keynesyen görüşler ve Kredi Tayınması taraftarlarından gelmiştir. Söz konusu görüşler aşağıda altbaşlıklar altında incelenmiştir.

Dornbusch ve Reynoso ise, finansal piyasalara verilen önemi eleştirmeleri nedeniyle görüşleri ayrıca bir altbaşlıkla verilmiştir.

#### **1.6.2.1 Finansal Piyasalara Verilen Önem Bakımından Getirilen Eleştiriler**

Dornbusch ve Reynoso, eleştirilerini finansal serbestleşme konusuna yapmamışlardır ve finansal baskının kaldırılmasından yanadırlar. Reel faiz oranının yükselmesinin iktisadi büyüme için de faydalı olduğu görüşünü finansal liberalizasyon taraftarları ile paylaşmaktadırlar. Ancak karşı oldukları finansal

piyasalara verilen önemin derecesidir. Onlara göre finansal piyasalarda serbestleşme olsun veya olmasın, finansal piyasaların ekonomik göstergeleri etkileme gücü sanıldığı kadar kuvvetli değildir. Bu bakımdan denilebilir ki Dornbusch ve Reynoso farklı bir bakış açısı ile eleştiri getirmişlerdir.

Gelişmiş ülkeler için, finansal piyasaların net bir etkisinin olmadığını vurgulayan araştırmalar yapmışlardır. Gelişmekte olan ülkelerde ise verilerin yetersizliği gerçekleri ortaya koymakta güçlük çıkarmaktadır. Dornbusch ve Reynoso eleştirilerini ortaya koyarken Fry'ın çalışmasını örnek olarak göstermişlerdir. Fry araştırmasında; reel mevduat faiz oranında % 10'dan % 25'e artış olması karşısında, bunun ulusal tasarrufları sadece % 1 arttıracığını belirtmektedir. Dornbusch'a göre, bulunan bu oran düşüktür ve tasarrufları arttırması konusunda çok büyük bir etki olmadığını ortaya koymaktadır.

Aynı şekilde yükselen reel faiz oranlarının yatırımları arttırması konusu da sorgulanmaktadır. Dornbusch ve Reynoso, yatırımları arttırmak için sadece pozitif reel faiz oranını arttırmanın ekonomiyi hedeflenen mevduat hacmine ulaştıramıyacağını vurgulamışlardır.

### 1.6.2.2 Yeni Yapısalcıların Görüşleri

Finansal liberalizasyon politikalarına en önemli eleştiri, başını van Wijnbergen, Taylor ve Buffie'nin çektiği *new structuralist* ( yeni yapısalcılar ) olarak bilinen ve kendi yaklaşımlarını geliştiren taraftan gelmiştir. Yeni yapısalcılar olarak adlandırılmalarının nedeni geleneksel *Latin American Structuralist* (Latin Amerikan Yapısalcıları)'ndan önemli farklılıklar göstermesine karşın, benzer teorik çerçeveye sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Latin Amerikan Yapısalcıları, kısaca ECLAC olarak bilinen *Economic Commission for Latin America And The Carribean* (Latin Amerika ve Karaipler Ekonomik Komisyonu) liderliğinde geliştirilen bir yaklaşımdır ve söz konusu düşünceye göre; yeni sermaye tekniklerinden ilk faydalanan ülkeler *merkez* (gelişmiş ülkeler için kullanılan kavram), yeni teknolojileri kullanmakta ve uygulamakta geriye bırakılanlar ise *çevre* (gelişmekte olan ülkeler için kullanılan

kavram) olarak tanımlanmıştır.<sup>74</sup> Yaklaşımında bu doğrultuda merkez ve çevre ilişkilerini incelemiş ve Latin Amerika ülkelerinin kalkınması için çeşitli modeller geliştirmişlerdir.

Yeni yapısalcılar görüşlerini iki merkezde toplamak mümkündür. Bunlar;

1. Finansal piyasalar resmi finansal piyasalar (RFP) ve resmi olmayan finansal piyasalar (ROFP) şeklinde ikiye ayrılmıştır. Ancak kuramlarında yalnızca bu iki piyasanın ayrılmış olması değil, aynı zamanda gayri resmi piyasaların, resmi piyasalardan daha etkin olduğu da savunulmuştur. Rezerv tutma zorunluluğunun özellikleri yeni yapısalcılar için anahtar olan bir konudur ve bankacılık sisteminin etkinliğini olumsuz yönde etkileyen ROFP ile RFP'nin karşılaştırılmasına gidilmiştir.<sup>75</sup>
2. Reel faiz oranlarındaki değişimin etkisi ile artan maliyetler finansal serbestleşmenin sonuçlarını olumsuz etkilemektedir. Burada işletme sermayesinin maliyetlerindeki değişimler dikkate alınarak finansal ve reel sektör arasındaki bağ ortaya konulmuştur. Kısa vadede yüksek reel faiz oranı, maliyet itişli etki ile enflasyonu hızlandırmakta ve reel kredi hacminde meydana gelen düşme nedeniyle iktisadi büyüme olumsuz etkilenmektedir.

Bu temel düşüncelerinin yanında Yeni Yapısalcılar'ı benzer yaklaşımlardan ayıran diğer düşünceleri ise şu şekilde sıralanabilir;<sup>76</sup>

- a) Ücretler, sınıflar arası çatışmadan dolayı, kurumsal veya dışsal olarak saptanmaktadır.
- b) Enflasyon, kapitalistler ve işgücünün birbirine bağımlı kuvvetleri tarafından belirlenmektedir.
- c) Tasarrufa ayrılan pay gelir ve gider arasındaki farktan doğan kazançlardan ortaya çıkmaktadır.
- d) Fiyatlar; işgücü, ithalat ve işletme sermayesinin finansmanına ödenen faiz oranı maliyetinin üzerine sabit bir kâr marjı konarak belirlenmektedir.
- e) Gelişmekte olan ülkelerin ham ve ara maddeleri ile sermaye ekipmanı

<sup>74</sup> D.S. Ancochea, "Anglo-Saxon Structuralism vs. Latin American Structuralism in Development Economics", [http://americas.sas.ac.uk/about/die\\_structuralism.pdf](http://americas.sas.ac.uk/about/die_structuralism.pdf), 12.1.2006, ss. 4 -25

<sup>75</sup> Fry, **Money, Interest and Banking**, s.34

<sup>76</sup> Fry, **Money, Interest and Banking**, s.87



ithalatına ihtiyaçları önem taşımaktadır.

Yeni yapısalcıların modeline getirilen eleştiriler iki konudadır. Birincisi: Yeni yapısalcılar'ın iddia ettiklerinin tersine, bir ekonomi içerisinde ROFP'ın payı dikkate alınmayacak kadar azdır ve etkileri de önemsizdir. İkinci ise: Kredi ve yatırımlar ile ilgili araştırmalarının toplam miktarlara dayanması ve yatırımların verimliliğinin dikkate alınmamasıdır.<sup>77</sup>

Yeni Yapısalcılar'ın başta gelen savunucularından Sweder Van Wijnbergen, ROFP dışında mevduat faiz oranlarındaki yükselmenin finansal derinleşme ile olan ilişkisini de incelemiştir. Buna göre mevduat faizlerinin yükselmesi ile ROFP'daki fiyatların arttığı yeni durumda finansal derinleşme azalmaktadır. Wijnbergen'e göre sıkı para politikası, toplam kredi kullanım olanaklarını sınırladığı için büyüme hızını da yavaşlatmaktadır.

Uluslararası sermayenin mobil olmasıyla, yurt içi kredi politikalarının yatırımlar üzerinde bir etkisi olmayacaktır, çünkü borçlanma oranları uluslararası seviyede bulunacaktır. Ancak böyle bir durumda yurt içindeki kısıtlayıcı kredi politikasının uygulanmasıyla, yurt dışına olan borç servis yükü artabilecek ve kullanılabilir toplam gelir olumsuz etkilenecektir. Wijnbergen sıkı para politikasından kaçınılması gerektiğini söylerken, para arzındaki artışın tamamen üretken yatırımlara yönlendirilmesiyle enflasyonist etkilerden kaçınılabileceğini öne sürmüştür.

Yeni yapısalcı düşünce yakından incelenirken üzerinde durdukları iki konu olan ROFP ve maliyet itişisi etkisi ayrı ayrı incelemiştir.

#### **1.6.2.2.1 Yeni Yapısalcı Görüş Çerçevesinde Resmi Olmayan Finansal Piyasalar**

ROFP'nin yakından incelenmesi, Yeni Yapısalcılar'ın düşüncelerini yakından tanımak bakımından oldukça önemlidir. ROFP, organize olmamış finansal piyasalarda borç vermek isteyenlerle, kredi kullanmak isteyenleri biraraya getiren kuruluşlardan meydana gelmiştir. ROFP ve RFP'deki kuruluşlar arasında yoğun bir

---

<sup>77</sup> Eschenbach, s.9

rekabet yaşanmaktadır, ancak RFP’de faaliyet gösterenler, örneğin ticari bankalar, rezerv tutma zorunlulukları nedeniyle RFOP’de bulunanlara karşı dezavantajlı durumdadırlar.

Keynesyen denkleştirme mekanizmasını uygulayan Yeni Yapısalcılar’a göre, hem tasarruf sahipleri ve hem de kredi talep edenler tarafından kullanılan ROFP’de belirlenen nominal faiz oranı, fon arz ve talebini eşitlemektedir. Sonuçta rezerv tutma zorunluluğu olmadığı için faiz oranları RFP’ye nispetle en uygun olarak ROFP’de belirlenmektedir. ROFP, finansal baskı sürecinde RFP ile yan yana işlem görmektedir. Yeni yapısalcılar, ROFP’ı inceleyerek, McKinnon ve Shaw’a göre gelişmekte olan ülkelerin kurumsal karakteristiklerini daha iyi tanıdıklarını iddia etmektedirler. Fonlar ROFP ve RFP arasında serbestçe dolaşmaktadır. Elbetteki Yeni Yapısalcılar’ın eleştirilerinin doğrulanması için üzerinde önemle durdukları ROFP’in etkin çalışır durumda olması gerekmektedir.

RFP’nin rezerv tutma gereklilikleri kredi kullandırmalarından sızıntı olarak görülmektedir ve eleştiriler bu noktada yoğunlaşmıştır. ROFP’in rezerv tutma gereklilikleri yoktur, bu durumda gelen tasarruflarda kesinti olmadan, bu kaynakları yatırımların finansmanına aktarmak mümkün olmaktadır. Ticari bankaların rezerv tutma zorunluluğu oranı  $k$  ise, her birim tasarrufun krediye dönüşen kısmı  $(1-k)$  kadar olacaktır. Ancak ROFP ise her bir birim tasarrufu, yine bir birim kredi kullandırımı şeklinde sunabildiklerinden, kredi kullandırım hacmi diğerine göre daha yüksektir. İşte bu anlamda, finansal liberalizasyon sonucu faiz oranlarının artması, RFP’a kaynak akışını yükseltecek, ancak bu piyasalar ROFP’dan daha az kredi kullandırabilecektir. Diğer yandan ROFP’ler ise bu defa kaynak sıkıntısı çekecek ve kredi kullandırım imkanları daralacaktır. Sonuçta toplam yatırımların düşmesiyle iktisadi büyümenin de hızı yavaşlayacaktır. Buradan yeni yapısalcıların ulaştığı sonuç; finansal serbestleşme ROFP’lar nedeniyle kendisinden beklenen gelişmeyi gerçekleştirememesidir.

Tüm yeni yapısalıcılar modellerinde, hanehalklarının varlık dağılımını işleyen Tobin'in portföy dağılımı yaklaşımını kullanmışlardır.<sup>78</sup> Hanehalkları varlıklarını üç şekilde değerlendirirler;

- a) Nakit veya altın olarak tutularak,
- b) RFP'de faaliyet gösteren bankalara mevduat olarak yatırarak,
- c) ROFP'da faaliyet gösteren kuruluşlar aracılığı ile kredi olarak kullandırarak.

Mevduat faiz oranlarında meydana gelecek yükselme hanehalkının kaynaklarını RFP'deki banka mevduatlarına yönlendirmesine neden olacaktır. Bu durumda, ROFP'da kredi olarak kullanılmak üzere veya nakit tutulmak üzere ayrılan kaynaklar azalacaktır. Burada banka mevduatının getirisinin altında kâr sağlayan alternatiflerden ROFP'da kredi kullandırılması ve para olarak tutulması seçeneklerinden hangisinden çıkış olacağı önemlidir. Eğer böyle bir durumda fonlar ROFP'dan, RFP'daki kurumların mevduatına yöneliyorsa işletme sermayesinin finansmanı için arz edilen fonlarda azalma olacak ve ROFP'da faiz oranları yükselecektir.

ROFP'da faiz oranlarının artması sonuçta işletme sermayesinin finansman olanaklarını daraltıyorsa büyüme üzerinde de olumsuz bir etki yaratacaktır. Tüm yeni yapısalıcıların modelinde fiyatlar maliyet üzerine bir kâr marjı konularak belirlendiği kabul edildiğinden, ROFP'da ki fiyat artışları, işletme sermayesinin finansman maliyetlerini ve böylece genel fiyatlar seviyesini de yükseltecektir. ROFP'da faiz oranlarının yükselmesi sadece fiyatları değil yatırımları da olumsuz etkileyerek, yeni projeleri pahalı hale getirdiğinden yeni yatırımlardan vazgeçilmesine neden olacaktır.

Doug Chang ve Woo Jung, van Wijnbergen'in modelini ele alarak geliştirmişler ve iki çeşit ROFP'ın varlığına işaret etmişlerdir.<sup>79</sup> Birincisi, bankacılık sistemi ile yakın ilişkisi olan ve rekabetçi bir ROFP'dır. İkincisi ise rekabete açık olmayan, ilkel bir yapıya sahip, bankacılık sektöründen izole olmuş bir şekilde çalışan ROFP'dır. İkincisinin kullandıkları fonlar ve ilişkide buldukları müşteriler hacim olarak küçüktür. Her iki piyasada da faiz oranları arz ve talebi

<sup>78</sup> Fry, **Money, Interest and Banking**, s.88

<sup>79</sup> Fry, **Money, Interest and Banking**, s.101

eşitlemektedir. Hane halkları da vadeli mevduata karşı nakit parayı alternatif olarak gören küçük tasarruf sahibi ve geniş yatırım fırsatlarına sahip olan büyük tasarruf sahibi olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Yine bu görüşe göre büyük tasarruf sahipleri, risk derecelerinde farklılık olması nedeniyle RFP'yi daha fazla tercih etmektedirler. Böylece faiz oranlarının artması durumunda küçük tasarrufçunun mevduata olan duyarlılığı, büyük olandan daha fazla olacaktır. İşte bu durumda finansal liberalizasyon sonucu reel sektöre kullandırılan kredi miktarında artış olabilecektir.

Neo-klasik okulun teorik yaklaşımını irdelemek yerine sonuçları ile ilgilenen yeni yapısalcılar, finansal serbestleşmenin başarı şartının RFP'deki finansal araçların kredi kullandırma sırasında, ROFP'a göre daha etkin olmasına bağlı olduğunu belirtmişlerdir.<sup>80</sup> Ancak bu koşullar altında finansal liberalizasyon, toplam reel kredi arzını yükselterek iktisadi büyümeyi hızlandırmaktadır. Oysa özellikle gelişmekte olan ülkelerde bu durumun gerçekleşme olasılığı düşük olduğundan, yeni yapısalcılar finansal serbestleşmenin beklenen sonuçları gerçekleştiremeyeceği konusunda birleşmektedirler.

Wijnbergen, gelişmekte olan bir ülkenin para piyasasında ROFP'nın kurumlaşmaları üzerinde durmuştur. Bu konuda yayınladığı ilk çalışması Kore hakkında olmuştur, çünkü Kore ROFP ile faiz oranları verilerini zaman serisi içerisinde incelenebilecek ülkelerden biridir.<sup>81</sup> Ona göre gelişmekte olan ülkelerde reel ekonominin finansmanı krediye bağımlıdır ve ağırlıklı olarak işletme sermayesini kredi ile finanse eden bu ülkelerde doğal olarak dış kaynakların sermayeye oranı yüksek çıkmaktadır.

#### **1.6.2.2.2 Yeni Yapısalcı Görüş Çerçevesinde Finansal Serbestleşmenin Maliyet Etkisi**

Gelişmekte olan ülkelerde firmalar işletme sermayelerini genellikle RFP'dan veya ROFP'dan temin edilen kredilerle finanse etmektedir. Kredilere olan bu bağımlılığın neticesinde de kredi fiyatlarında meydana gelen yükselme, şirketlerin girdi maliyetlerini arttırmaktadır. Herhangi bir faiz yükselişiyle meydana gelen bu

---

<sup>80</sup> Skorski, s.93

<sup>81</sup> Fry, **Money, Interest and Banking**, s.89

maliyet artışları da fiyatlara yansımaktadır. İşletme sermayesinin fonlanmasında önemli bir unsur olan ROFP'ın kullandıkları kredinin maliyeti de yeni yapısalıcılar tarafından incelenmiştir. Sonuçta para piyasası, reel piyasa ve resmi olmayan piyasa ilişkisi yeni yapısalıcılar tarafından şu şekilde özetlenmiştir;

1. Sıkı para politikası sonucu yükselen faizlerle birlikte resmi piyasalarda krediler pahalı hale gelmektedir.
2. Finansman maliyetlerini azaltmak isteyen firmalar ROFP'da kredi arayışına girmektedir.
3. Kaynakların bir kısmının RFP'deki mevduatlara gitmesi nedeniyle fon arzında meydana gelen azalma, buna karşın kredilere olan talepteki artış ROFP'da da kredi fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır. Sonuçta her iki piyasadan borçlanmak firmaların finansman maliyetini yükseltmektedir.
4. Yükselen maliyetler neticesinde azalan kâr marjlarını arttırmak isteyen reel sektör, satış fiyatlarını yukarıya çekmektedir,
5. Böylece ekonominin genelinde fiyat artışları yaşanmaktadır.

Parasal kısıtlama ya da faiz oranlarındaki ani yükselmeler arz şokuna neden olmakta ve bu tip politikaların gelişmekte olan ülkelerde stagflasyonist etki yarattığı ortaya çıkmaktadır. Kısa vadeli kredi kullanımının yoğun olduğu bu gibi ülkelerde, işletme sermayesi maliyetindeki değişmelerin etkisi kısa sürede ortaya çıkmaktadır. Yeni yapısalıcılara göre arz ve talep şokları farklı süreler içerisinde sürmektedir. Arz şokları bu geçiş sürecinin doğasından ortaya çıkmaktadır ve kısa sürede atlatılabilmekte, talep azalışları ise daha kalıcı olabilmektedir.

Bir diğer önde gelen yeni yapısalıcı Lance Taylor'ın mevduat faizlerinin yükselmesi ve para arzının artması halinde olabileceklere dair yaptığı analiz sonuçları genellikle Wijnbergen'in yorumlarına uyumludur. Taylor, varlıkların altın, banka mevduatı ve ROFP'da değerlendirildiğini belirtmiş, rezerv tutma zorunluluğu nedeniyle RFP'de toplanan tasarrufların bir kısmının krediler yerine rezervlerde tutulduğuna dikkat çekmiştir. Ancak farklı bir yaklaşımda bulunarak, bankaların bireylerin ellerindeki altınları, faiz oranlarının artışı ile birlikte mevduata yönlendirmesi halinde stagflasyonist etkinin nispeten azalacağını, aksi halde

reformların stagflasyonist olabileceğini belirtmiştir. Uzun vadeli mevduat faiz oranlarındaki yükselişin ardından tasarruflar yükselirse, ROFP'dan mevduatlara olan ikame güçlü olsa dahi, toplam reel servet arttığından, kullanılacak kredilerde yükselme olasılığı bulunmaktadır.<sup>82</sup>

Ancak ilk başta reform sonrası kullanılacak fonların arzında, talepten daha fazla bir düşme yaşanırsa enflasyon dalgalanarak artabilecektir. Böylece uluslararası alanda rekabeti zayıflattığı için firma kârlarını ve yatırım isteğini azaltabilecektir. Böyle bir durumda tasarruf oranında bir artış yaşansa da, iktisadi büyümedeki yavaşlama nedeniyle toplam servet küçüldüğünden yapılan tasarruflarda beklenen yükselme yaşanmayacaktır.

Taylor'a göre orta vadede toplam talep etkisi, toplam arz etkisini karşılayabiliyorsa mevduat oranındaki artışın ardından enflasyon oranı düşecektir, ancak bu defa reel ücretlerde artış olacağından, kârlılık oranındaki azalma beraberinde yatırımlar ve büyüme hızı üzerinde de olumsuz etki yaratacaktır. Taylor bu durumda finansal serbestleşmenin orta vadede iktisadi büyüme üzerine etkisinin umulandan daha az olacağını savunmuştur.

### 1.6.2.3 Yeni Keynesyen Görüşler

Yeni Keynesyen iktisatçılar finansal liberalizasyon gibi büyük çaplı değişimler sırasında para politikalarının uygulanması konusu ile yakından ilgilenmişlerdir. Para politikalarındaki değişiklikler, firmaların gelir ve gider yapılarını farklılaştırabildiğinden kredi talebi ve üretim davranışları üzerinde etkili olabilmektedir. Büyüyen ve gelişen bir ekonomide, yeni yatırımlara bağlı olarak yükselen istihdam ve üretim, şirketlerin maliyetlerini ve dolayısıyla kredi taleplerini arttırmaktadır. Yeni yatırımlar, sabit sermayenin işletme sermayesine olan oranını birincisi lehine değiştirmektedir. Sonuçta sermaye birikimini teşvik eden politikalar, ek finansman ihtiyacının doğmasına neden olmaktadır. Böyle bir durumda kredi temin edilememesi üretim ölçeklerini arttırmada ve yeni teknolojileri uygulamada firmaları sınırlayacaktır.

<sup>82</sup> Fry, **Money, Interest and Banking**, s.94

Gelecekte satış hasılatında artış bekleyen firmalar, yükselen maliyetlerini karşılayabilmek için borçlanma eğilimlerini arttırabilirler. Üretim ve finansman kararları şimdiki satış ve tasarruf yerine, gelecekteki gelir beklentileri tarafından şekillenmektedir. Böylece kredi parası hem firmaların gerçekleştirmek istedikleri ekonomik aktivitelerin finansmanında hem de beklenmedik maliyet ve gelir şoklarına bağlı olarak talep edilmektedir. Yatırım harcamaları ve işletme sermayesi yoluyla bu ilave gelirin meydana gelmesi para arzını arttırmaktadır.

Kredi kullanan firma borçlanma yükümlülüğü içerisinde iken, gelecekte elde edeceği gelirin borçlanma maliyetlerini karşılayabileceği beklentisini taşımaktadır. Eğer firmanın beklentisi gelecekte kredi maliyetlerinin düşeceği yönündeyse, bu büyük olasılıkla negatif reel faiz uygulaması nedeniyle olacaktır, kredi taleplerini azaltmayıp ve özsermayesini arttırma veya daha etkili kullanma ihtiyacı hissetmeyecektir.<sup>83</sup> Gelecekle ilgili gelir ve gider arasında herhangi bir problemle karşılaşmayacağı beklentisi içerisinde olan firma, satış tahsilatlarında küçük bir artışa da razı olacaktır.

Negatif reel faiz oranı olduğu sürece firmaların borçlanma istekleri yükselmektedir. Negatif reel faize verilen cevap “borçluluk” olmaktadır. Bununla birlikte, geri ödeme kabiliyetinde meydana gelecek bir kötüleşme veya kredi maliyetlerinde bir artış, geri ödeme yükümlülüklerini yerine getirmek için firmaların gelecekteki finansman taleplerini arttıracaktır. Böylece şimdiki borçlanma davranışları gelecekteki kredi taleplerini de değiştirecektir.

Gelişmekte olan ülkelerdeki firmalar, karakteristik yapılarının bir sonucu olarak, ağırlıklı olarak borçlanma yoluyla finansman kaynağı temin etmeye eğilimlidirler ve banka kredilerini yoğun olarak kullanmaktadırlar. Bir anlamda Yeni Keynesyen taraftarları Dornbusch ve Reynoso'nun aksine finansal piyasaların özellikle gelişmekte olan ülkelerde önemli olduğunu kabul etmektedirler. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde risk priminin yüksekliği nedeniyle özsermayenin kullanılmasının borçlanmadan daha maliyetli olması ile açıklanabilmektedir. Faizin baskı altında tutulması ise bu eğilime daha fazla ivme kazandırmaktadır. Gelişmekte

---

<sup>83</sup> Skorski, s.128

olan ülkelerde kredi kullanımına olan bu bağımlılık ve diğer finansman olanaklarının yetersizliği karşısında firmalar kredi fiyatlarındaki ve kredi akışındaki değişimlere karşı duyarlı hale gelmektedir. Bankaların kredi kullandırmadaki tutumlarını ve sunulan kredi anlaşmalarını değiştirecek herhangi bir durum, şirketlerin davranışlarını da değiştirebilecektir.

Yapılmak istenen yatırımların, işletme sermayesinin, faiz ödemelerinin veya borç geri ödeme yükümlülüklerini finanse edebilmesi için firmalar bankalara bağımlı hale gelmektedir. Böylece hızlı bir büyüme için kredilere olan bağımlılık da giderek artmaktadır.<sup>84</sup> Dolayısıyla finansal piyasaların istikrarlı bir yapıya sahip olması büyüme hızının artışı için gerekli bir koşuldur. Yeni Keynesyenler tarafından finansal istikrarın sağlanması ve iktisadi büyümenin hızlanması için, finansal piyasalarda liberalizasyon yerine kontrollü olarak faaliyetlerini sürdürmesi görüşü benimsenmiştir.

#### **1.6.2.4 Kredi Tayınması Yaklaşımı Taraftarlarının Görüşleri**

Son yıllardaki bilgi ekonomileri literatürü finansal kararlar ile ilgili bilginin doğuşu ve dağılımını ele almıştır. Buradan yola çıkılarak *Kredi Tayınması* yaklaşımı geliştirilmiştir.<sup>85</sup> Kredi tayınması yaklaşımı finansal liberalizasyon sonucu faiz oranının yükselmesi gerektiği düşüncesine karşılık, bu durumda beklenen kredi kullanımı artışının ve dolayısıyla beklenen iktisadi büyümenin başarılamayacağını göstermeye çalışmıştır.

Buna göre asimetric enformasyon altında bankalar; kredi arzlarını sınırlamayı, gelen kredi taleplerini tayınlamayı ve piyasa denge oranının altında faiz oranı uygulamayı optimal bulabileceklerdir. Bankalar kredi kullandırırken alacakları faiz ve risk derecesi ile ilgilenirler. Söz konusu davranışlar, faiz oranının denge değerinin üzerine çıkmasıyla bankaların bekledikleri gelirin altına düşme ihtimaline karşılıktır. Söz konusu gelir düşüşü iki yoldan olabilir. Bunlar;

1. Yüksek risk taşıyan müşteriler, daha fazla kredi değerliliğine sahip borçlularla yer değiştirebilir. Asimetric enformasyon sonucu hem

---

<sup>84</sup> Öcal, s.276

<sup>85</sup> Aşıkoğlu, s.8



kredibilitesi yüksek olan ve hem de olmayan girişimciye aynı faiz uygulanacaktır. Sonuçta iyi müşteri zarar edebileceği endişesiyle başka yollardan kaynak arayışına girecektir. Bu defa kredi piyasasında bankalardan fon talep edenler çoğunlukla kredi değerliliği düşük müşteriler olacaktır. Yüksek faiz oranından aldığı krediyi geri ödeme riski olan işletmeleri ortaya koyması açısından önemli olan bu etki, *Adverse Selection Effect* (Ters Seçim Etkisi) olarak da adlandırılmaktadır.

2. Kredi kullanan girişimciler, yükselen faiz giderini karşılayıp aynı zamanda gelir de sağlayacak ancak daha riskli olan projeleri seçmek zorunda kalabilirler. Geriye ödeyememe olasılığı yüksek olan bu tür kredilerden bankalar zarar edebilirler.

Stiglitz ve Weiss, kredi fiyatlandırmasının geçiş mekanizmasının doğasını etkileyebileceğini ve böylece piyasanın kendiliğinden dengeye gelemeyeceğini belirtmişlerdir. Varılan bu sonuç ters seçim etkisinden kaynaklanmaktadır. Yukarıda sıralanan etkilerin altında bankalar, kredi taleplerini değerlendirirken piyasadaki yüksek reel faiz oranı yerine, kendi seçtikleri ve kredi değerliliği yüksek olarak tanımladıkları müşterilere kredi kullanırlar ve kredi arz miktarlarını kısarlar. Bu durumda faiz oranı arz ve talebin eşitlendiği orandan farklıdır ve piyasa denkleştirme işlemini gerçekleştirilmemektedir.

Ayrıca kredi tayinlaması aşağıdaki koşulların mevcudiyeti durumunda da ortaya çıkmaktadır;<sup>86</sup>

- Kredi talebinde bulunanlar içerisinde bir kısmının yüksek faizden ödemeyi kabul etse bile krediyi kullanamaması, buna karşılık diğerlerinin kredi taleplerinin yerine getirilmiş olması,
- Bireyler arasında belirli bir kredi arzı altında, daha fazla kredi arzı gerçekleşse de herhangi bir faiz oranından kredi kullanamayanların olması durumu.

---

<sup>86</sup> J.Stiglitz, A.Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", **American Economic Review**, 71(3), 1981, s.393

Kredi tayinlaması konusu, pozitif reel faiz oranının kredi kullanım miktarını yükselteceğini savunan görüşlere göre oldukça ilginçtir. Kredi piyasası arz ve talep dengesi olduğu sırada, fiyatlama görevini yerine getirirse kredi tayinlamasının ortaya çıkma ihtimali son derece azdır. Ancak kredi piyasasında bir talep fazlalığı varsa, kredi tayinlaması yine ortaya çıkabilir. Bu durumun ortaya çıkış nedenleri kısa ve uzun dönem olmak üzere iki şekilde incelenebilir;

- a) Kısa dönemde ekonominin dışsal bir şokla karşılaşmasıyla meydana gelen geçici bir dengesizlik durumunda faiz oranında bir artış meydana gelmişse ve kredi arz ve talebi arasındaki denge talep lehine bozulmuşsa,
- b) Diğer yandan uzun vadeli kredi tayinlaması, otoriteler tarafından benimsenen politikalar (örneğin finansal liberalizasyon) sonucu reel faiz oranı yükselmesi ile meydana gelebilir.

Faiz oranı ve kredi sözleşmelerinin diğer koşulları değiştiğinde, kredi kullanıcısının davranışı da değişecektir. Örneğin faiz oranlarını artması projenin beklenen getirisini düşürmektedir. Yüksek faiz oranında firmaların başarılı olma ihtimali düşük, ancak başarılması halinde yüksek getiri sağlayacak projelere yönelmesinde etkili olmaktadır.<sup>87</sup>

Diğer yandan faiz oranı, kredi anlaşmasındaki tek önemli nokta değildir. Kredinin ve alınan teminatın tutarı da kredi arz ve talep edenin davranışını etkilemektedir. Stiglitz ve Weiss çalışmasında, kredi geri dönüş riskinin yükselmesi halinde, kredi kullandıranların talep ettikleri teminatı arttırabileceklerini göstermişlerdir.

Yüksek ve piyasayı dengeye getiren faiz oranları kötü kredi kullanıcılarını cezbedebilir yada kredi kullanıcılarını daha riskli projelere yatırım yapmaya zorlayabilir. Sonuçta kredi kullanıcılarının hata yapma durumları daha fazla olacaktır. Bu bankaları faiz oranlarını piyasa denge oranına yükseltmelerine neden olabilir. Böylece sonuçta sadece büyük hacimli kredilerin dağıtıldığı kredi tayinlaması durumu meydana gelebilir. Basit olarak arz fazlalığının olduğu bir denge durumu tasarlanabilir.

---

<sup>87</sup> Stiglitz, ss.394-395

Mankiw çalışmasında, faiz oranlarında küçük bir değişimin kredi kullanıcılarının toplamında risk durumunu etkileyebileceğini göstermek istemiştir.<sup>88</sup> Eğer kredi kullanıcılarının toplamı bankaların istedikleri kredi geri ödemelerini yapmakta zorlanıyorsa, kredi piyasalarında faiz oranlarındaki küçük bir değişiklik, finansal piyasaların çöküntüye uğrama olasılığını yükseltecektir.<sup>89</sup> Sonuçta kredi tayinlemesini kabul eden görüşlere göre, finansal piyasalar kontrol edilmeli ve faiz oranları yükselmemelidir.

### **1.7 Finansal Liberalizasyon ve İktisadi Büyüme Bağına İlişkin Amprik Çalışmalar**

McKinnon-Shaw'un 1970'li yıllarda ortaya attıkları finansal baskıların kaldırılması ile yatırımların etkinliğinin artıp, iktisadi büyümenin hızlanacağına dair tezleri o günden bu yana bir çok amprik araştırmaya konu olmuştur. Çalışmalarda genellikle; reel faiz oranı ile tasarruf hacmi, yatırım (miktar veya verimlilik bakımından), finansal piyasalarda gelişme ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Böylece çeşitli makroekonomik veriler üzerinde gerçekten de neyin etkili olduğuna dair çok sayıda değişik görüşler ortaya çıkmıştır. Yapılan amprik çalışmaların sonuçları özetle şu şekilde sıralanabilir;

- Finansal liberalizasyonun finansal derinlik ve yatırımların dağılımındaki etkinliğin artmasına etkisi pozitifdir.
- McKinnon ve Shaw'un finansal serbestleşmenin tasarrufları arttıracığı yönündeki varsayımlarını kanıtlayacak bir görüş birliğine varılamamıştır.
- Pozitif ama makul ölçüde reel faiz oranı tasarrufların artmasında daha etkilidir. Burada elde edilecek tasarruf hacmi ise, finansal krizlerden kaçınmak açısından optimum miktardır. Bazı çalışmalarda finansal liberalizasyon ise faiz oranlarını bu yönde etkilemekte mi sorusu sorulmuştur. Çalışmalar göstermiştir ki; çoğu ülkede finansal serbestleşmenin ardından negatif reel faiz oranları yükselmeye başlamış, bazı örneklerde bu çok hızlı olmuş ve reel faiz oranları oldukça yüksek

<sup>88</sup> G.Mankiw, "The Allocation of Credit and Financial Collapse", **The Quarterly Journal of Economics**, Vol.101, No.3, 1986, s.469

<sup>89</sup> Eschenbach, s.9

değere ulaşmıştır.

- Finansal krizler ile finansal liberalizasyonu ilişkilendiren çalışmalara karşın, her krizin nedeni olarak liberalizasyonun görülmemesi gerektiği de genel olarak kabul edilmektedir. Birçok durumda, liberalizasyonun uygulamaya konması sırasında bankaların selektif kredi uygulamalarının bir sonucu olarak sahip olduğu donuk krediler finansal krizlerin nedenlerinden olabilmektedir.

Yapılan amprik çalışmalarda, farklı ülkeler araştırmalara konu olmuş ve farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Buradan her ülkenin farklı karakteristiklere sahip olması nedeniyle, finansal liberalizasyondan da alınacak sonuçların değişik olabileceği izlenimi vermektedir.

Aşağıda bu çalışmalardan bazılarına yer verilmiştir. Konunun bütünlüğü açısından, finansal liberalizasyonu destekleyen ve aleyhte olan amprik çalışmalar ayrı başlıklar altında incelenmiştir.

### **1.7.1 Finansal Liberalizasyonu Destekleyen Amprik Çalışmalar**

Kapur, Galbis, Mathieson ve Fry, ulusal otoriteler tarafından mevduat faiz oranını piyasa denge noktasının altında sabitleyerek finansal baskıların kullanıldığı durumları içeren makroekonomik modeller geliştirmişlerdir.<sup>90</sup> Fry'a göre; Galbis, Kapur ve Mathieson'ın modelleri amprik olmaktan çok teorik katkılar sağlamış, kendi modeli ise amprik olarak test edilmek üzere geliştirilmiştir. Kapur, Mathieson ve Fry, stabilizasyon politikası anlamında faiz oranı liberalizasyonunun etkilerini resmedebilen dinamik modeller geliştirmişlerdir. Ulaştıkları sonuç şudur; finansal baskı durumundan başlayarak faiz oranı üzerindeki kontrollerin kaldırılmasının çifte avantajı bulunmaktadır. Uzun vadeli büyüme üzerine pozitif etkisinden başka, finansal liberalizasyon parasal stabilizasyon programlarının daraltıcı etkilerini de azaltmaktadır.<sup>91</sup>

---

<sup>90</sup> Eschenbach, s.8

<sup>91</sup> Eschenbach, ss. 8-9

Fry'ın 1960 ve 1970 yıllarını kapsayan amprik çalışmasının sonucunda, serbest piyasa koşullarında denge düzeyine doğru reel faiz oranlarındaki %1'lik bir artış, iktisadi büyümede % 0.5 'lik bir artışa neden olmuştur.<sup>92</sup> Böylece tasarruf sahiplerine ödenen reel faiz oranları denge oranına yükseldiğinde baskıdan arındırılmış finansal piyasaların, daha yüksek iktisadi büyüme oranını teşvik ettiğini kanıtlamıştır. Ayrıca Fry'ın ondört Asya ülkesini kapsayan analizinde, yine reel faizlerdeki artışın tasarruflar üzerine etkisinin pozitif olduğu sonucu çıkmıştır. 1995 yılında ise Fry, söz konusu bulgusu için tekrar yorum yaparak birçok Asya ülkesinde etkinin yıllar itibariyle giderek azaldığını kabul etmiştir.

Alan H. Gelb 1989 yılında yaptığı ekonometrik çalışmasında, ülkeler arasında yatırım verimliliğindeki farklılıklar ile ortalama reel mevduat oranı arasında kuvvetli ve pozitif yönde ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.<sup>93</sup> Alınan sonuçların Fry'ın ulaştığı netice ile benzer yanları bulunmaktadır. Gelb'in çalışmasının farkı ise kullandığı denkleme daha fazla açıklayıcı değişken eklenmesi ve daha kuvvetli pozitif bir ilişkiyi ortaya çıkarmasıdır. Söz konusu ilişki üretken yeni yatırımlar üzerinde daha yüksek faiz oranının etkisinin pozitif yönlü olması üzerinedir. Gelb'in ekonometrik çalışmasında otuzdört ülkenin 1965-1985 yılları arasındaki verileri baz alınmıştır. Alınan sonuca göre reel GSYİH büyümesindeki farklılıkları açıklanmasında yatırımın miktar olarak etkisinin dört katı kadar yatırım verimliliğinin etkisinin olduğu ortaya çıkarılmıştır.<sup>94</sup>

Jose De Gregorio ve Pablo Guidotti'nin, özel sektöre kullanılan krediler ile büyüme arasında pozitif ilişki buldukları 1992 yılındaki amprik çalışmalarında 1960-1985 aralığında seksenbeş ülkenin verileri analiz edilmiştir. Çeşitli ülkelere ait verileri ele alarak 1993 yılında yaptıkları analizde, Robert King ve Ross Levine ise daha iyi bir finansal gelişme ile daha hızlı büyüme, fiziksel sermaye birikimi ve ekonomik etkinlik arasında önemli, sağlam ve pozitif korelasyon bulmuşlardır. Jeremy Greenwood ve Boyan Jovanovic 1989 yılında, Valerie Bencivenga ve Giles

<sup>92</sup> McKinnon R., **The Order of Economic Liberalization**, s.18

<sup>93</sup> McKinnon R., **The Order of Economic Liberalization**, s.19

<sup>94</sup> P.Arestis, P.Demetriades, B.Fattouh, K.Mouratidis, "The Impact of Financial Liberalisation Policies On Financial Development: Evidence From Developing Economies", **International Journal of Financial & Economics**, January 2002, s.2

Saint Paul 1992 yılında, yatırımların verimliliğindeki yükselmeye bağlı olarak finansal piyasalar ve iktisadi büyüme arasında % 75 pozitif korelasyon bulmuşlardır. Dimitri Margaritis, Dean Hyslop ve David Rae finansal serbestleşme programları ile finansal derinlik arasındaki ilişkinin ne olduğuna dair yaptıkları 1994 yılındaki ekonometrik analiz sonucunda ülkeler arasında farklı sonuçlar elde etmişlerdir. Örneğin; Yeni Zelanda'da finansal liberalizasyon ile  $M_3 / GSYİH$  hızı arasında pozitif ilişki bulunmuş,  $M_2 / GSYİH$  hızı ile finansal serbestleşme arasında aynı pozitif ilişkiye aralarında Türkiye'nin de bulunduğu birçok gelişmekte olan ülkede rastlanmıştır.

Rweinhart ve Tokatlidis'in 2001 yılında yaptığı çalışmada, ondördü gelişmiş, otuzaltısı gelişmekte olan ülkenin yer aldığı toplam elli ülke ile ilgili verilerin toplandığı araştırmasında finansal serbestleşmenin ardından aşağıdaki durumların meydana geldiği sonucuna ulaşılmıştır;

- Reel faiz oranı yükselmektedir,
- Sermaye dağılımı daha verimli ve yüksek getirili alanlara yönelmekte, büyüme hızı azalmadan daha düşük miktarda yatırım hacmine ulaşılmaktadır,
- Doğrudan yabancı sermaye girişleri artmaktadır.

Düşük gelirli ülkelerin diğer ülkelere göre, finansal liberalizasyon sonucu finansal derinlik artışından daha az yararlanabildikleri görülmüştür. Tasarruflarla ilgili varılan sonuç ise karışıktır. Bazı ülkelerde finansal reformların ardından tasarruf hacmi artarken, diğerlerinde reformların ardından tasarruf hacminde düşüşe rastlanmıştır. Bir başka değerlendime ise ülkeler arası ve farklı gelir grupları itibarıyla dengesiz bir şekilde olsa da, finansal liberalizasyon genel olarak kesin bir biçimde uluslararası sermaye piyasasına geçişi hızlandırmaktadır.

### **1.7.2 Finansal Liberalizasyon Aleyhine Sonuçlanan Amprik Çalışmalar**

Giovannini 1985 yılındaki çalışmasında, reel faiz oranlarındaki değişimin tasarruflar üzerine etkisini incelemiştir. Çalışmasında onsekiz gelişmekte olan ülkeyi ele almıştır. Sonuçta reel faiz oranlarındaki değişime karşı tüketim hızındaki değişim önemsenmeyecek derecede düşük çıkmıştır. Fry'ın ulaştığı sonuçları da eleştiren

Giovannini, Fry'ın bulgularının zaman ve yer değişiklikleri karşısında zayıf kaldığını belirtmiştir. Giovannini ile benzer sonuçlar 1992 yılında tek mallı modelleriyle Ostry ve Reinhart'dan gelmiştir.<sup>95</sup> Alejandro Reynoso, 1989 yılındaki çalışmasında, reel faiz oranlarında yükselmenin değil, düşük veya negatif olmasının, tasarruf hacmini yükselttiği sonucuna ulaşmıştır.

Gregorio ve Guidotti aynı zamanda 1992 yılında, 1950-1985 yıllarını kapsayan oniki Latin Amerika ülkesi üzerinde yaptıkları ekonometrik analizde kredi kullandırmaları ile büyüme arasında negatif korelasyon bulmuşlardır. Korelasyon 1950 ve 1960'lu yıllarda önemsenmeyecek derecede olmasına karşın, 1970'li ve 1980'li yıllarda yüksek derecede negatif çıkmıştır. Bu negatif korelasyonun nedenini, zayıf bankacılık kanunu nedeniyle bankaların verimsiz alanlara kredi kullandırmalarına bağlamışlardır.

Reel faiz oranlarındaki değişmenin yatırımlar üzerine etkisini inceleyen bir başka analiz, Panicos Demetriades ve Michael Devereux'un 1992 yılında yaptıkları ve 63 ülkeyi kapsayan çalışmalarıdır. 1961 ve 1990 yılına ait verileri tarayarak yaptıkları ampirik çalışmada; daha yüksek reel faiz oranının sermaye maliyetlerine etkisi, yatırıma dönüştürülebilir fonları arttırmasından daha fazladır. Diğer bir deyişle, yükselen reel faiz oranları yatırımları azaltmaktadır.

Bayoumi 1993 yılında finansal serbestleşmenin kişisel tasarruflar üzerine etkisini İngiltere'nin çeşitli bölgelerinden topladığı veriler ışığında incelemiştir. Genel çerçevenin içerisinde kalarak, Bayoumi serbestleşmenin tasarruflarda kısa vadeli dışsal bir düşüşe neden olduğu, ancak bazen zamanla bu durumun telafi edilebildiği sonucuna ulaşmıştır. Elde ettiği bir başka bulgu ise dikkat çekicidir: Serbestleşme politikaları, tasarrufların servete, cari gelire, reel faiz oranlarına ve demografik faktörlere olan duyarlılığını arttırmaktadır.

Uygur, 1993 yılında Türkiye ile ilgili tasarrufa ayrılabilen gelir ile özel tasarrufların davranışını inceleyen ampirik bir çalışma yapmıştır. Ulaşılan sonuç,

---

<sup>95</sup> F.Gemech, J.Struthers, "The McKinnon-Shaw Hypothesis: Thirty Years on, A Review of Recent Developments in Financial Liberalization Theory", s.4

yükselen faiz oranlarının negatif gelir etkisi, özel tasarruf rasyosunun pozitif ikame etkisi ile eşitlenmekte yada üzerine çıkmaktadır.

1994 yılındaki çalışmalarında Japelli ve Pagano, 1960 ve 1987 yılları arasında çeşitli OECD ülkelerinin verilerini panel data yöntemi ile inceleyerek, finansal serbestleşme sonucunda toplam tasarruflarda ve büyüme oranlarındaki değişimleri ele almışlardır. Elde edilen sonuca göre: OECD ülkelerinde 1980'li yıllarda uygulanan finansal serbestleşme politikaları sonucu toplam tasarruflarda ve büyüme hızında düşüş meydana gelmiştir.

Carmen Reinhart ve Graciela Kaminsky, 1996 yılında bankacılık ve ödemeler dengesi krizi ile finansal liberalizasyon ilişkisini araştırmışlardır. Çalışmanın neticesinde, bankacılık krizinin ödemeler dengesi krizini hızlandırdığını ve finansal piyasaların liberalizasyonu ile banka krizleri arasında önemli oranda ve pozitif bir ilişkinin mevcudiyetini savunmuşlardır.

Bankacılık krizini araştıran bir başka önemli çalışma 1997 yılında Aslı Demirgüç-Kunt ve Enrica Detragiache tarafından gerçekleştirilmiştir. Çalışmada bankacılık krizi olasılığını saptamaya yönelik makroekonomik ve kurumsal değişkenlere ulaşılmak istenmiştir. Bunun için üç ayrı değişken kullanılmıştır: Reel faiz oranı, özel sektöre kullanılan kredilerin payı ve kredilerin artış hızı. Ayrıca faiz oranlarının, özel sektör kredilerinin ve kredilerdeki büyümenin finansal liberalizasyon dışında diğer faktörlerden de etkilendiği belirtilmiştir. Çalışmanın yenilenmesi sırasında Demirgüç-Kunt ve Detragiache finansal serbestleşmenin etkisini ölçmek için analizlerine kukla değişken ilave etmişlerdir. Bu defa ulaşılan sonuç finansal serbestleşmenin banka krizlerini arttırdığı yönünde olmuştur.

1997 yılında banka krizleri konusunda Patrick Honohan'a ait bir başka araştırma mevcuttur. Honohan bankacılık krizine yol açan sebepler arasında salt finansal liberalizasyon veya finansal baskıyı görmemiştir. Ona göre finansal sistemde ve ekonomide şoklara neden olan rejim değişiklikleri krizlerin tetikleyicisidir. Bu tür rejim değişiklikleri finansal baskı politikaları, finansal liberalizasyon, yapısal geçişler, politik gelişmeler, finansal piyasalardaki özelleştirme, teknolojik buluş ve globalleşme gibi hızla uygulanan politikalardan herhangi biri olabilmektedir.



Williamson ve Mahar da finansal kriz ve liberalizasyon ilişkisini ortaya çıkarmaya yönelik ampirik bir analiz yapmışlardır. 1998 yılında otuzdört ülkeyi kapsayan panel data analizinde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler araştırmaya dahil edilmiş ve hemen hepsinin 1980 – 1997 yılları arasında finansal kriz deneyimi yaşadıkları ortaya konarak, finansal serbestleşmenin finansal krizlere yol açabileceği sonucuna varılmıştır.

Bandiera, Caprio, Honohan ve Schiantarelli'nin elde ettikleri verilerden, reel faiz oranlarının tasarruflar üzerine pozitif etkide bulunduğu anlaşılamamıştır. Finansal liberalizasyon dizinlerinin tasarruflar üzerine olan etkilerinde de genel bir sonuç elde edilememiş, ülkeden ülkeye farklılıklar ortaya çıkmıştır. Örneğin, Kore ve Meksika için sonuç anlamlı ve negatif, Türkiye ve Gana için ise anlamlı ve pozitif çıkmıştır. Liberalizasyonun uzun vadeli etkileri konusunda yine ülkeden ülkeye farklı ancak tasarruf hacminde kalıcı değişimler tespit edilmiştir. Kore ve Meksika'da sırasıyla % 12 ve % 16 düşüş, Türkiye ve Gana'da ise yine sırasıyla % 13 ve % 6 artış meydana gelmiştir.

## II. Bölüm

### LATİN AMERİKA, DOĞU ASYA VE RUSYA'NIN FİNANSAL SERBESTLEŞME DENEYİMLERİ VE EKONOMİK BÜYÜME SÜREÇLERİ

1970'li yıllardan itibaren başlayan ve etkisini dünya çapında hissettiren ekonomik krizler, ülkeleri 1950'den itibaren sürdürülen finansal baskı politikalarını sorgulamaya itmiştir. 1970'lerde ve 1980'li yılların başında, birçok ülke ekonomisinde kargaşa ve dengesizlik ortamının hüküm sürmesinin en önemli sebepleri arasında, Bretton Woods uluslararası para sisteminin yıkılması ve OPEC petrol krizi gelmektedir.<sup>96</sup> Bu sırada McKinnon ve Shaw'un öncülüğünü yaptığı ve finansal serbestleşmenin iktisadi büyüme üzerine olumlu etkilerini savunan teori dünyada geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Sonuçlar genellikle finansal liberalizasyonun başarısının: Ülke şartlarına, finansal sistemin sağlıklı ve iyi denetlenen bir yapıda olmasına, finansal piyasalarla ilgili gerekli düzenlemelerin yapılmasına ve mali disipline bağlı olduğunu göstermiştir.

1970'lerin başında dünyanın çeşitli yerlerinde finansal sistemin görünümü genel olarak aşağıdaki özelliklere sahipti;<sup>97</sup>

1. Kredi ve mevduat faiz oranları otoriteler tarafından belirlenen bir limit ile sınırlandırılmıştı.
2. Kredi kaynaklarının dağılımı piyasadaki arz ve talep koşullarına göre değil, ancak kamu tarafından belirlenen alanlara göre yapılmaktaydı.
3. Bankacılık sisteminin finansal olarak sağlamlığının devamlılığı amacıyla, merkez bankalarının çoğu rezerv tutma oranlarını yüksek belirlemekteydi.

Finansal piyasaların aracılık fonksiyonunu engelleyen bu özellikler, genel olarak finansal baskının mevcudiyeti şeklinde tanımlanmıştır. Çoğu gelişmekte olan ülkeler için 1980'li yıllar ve sonrası finansal sistemlerinde çeşitli piyasaya dayalı reform hareketlerinin başladığı ve/veya sürdürüldüğü bir dönem olmuştur. 1990'lı yıllara gelindiğinde tüm dünyada sermaye hareketliliği hızlanmış ve global politik

<sup>96</sup> K.Eser, N.H.Belet, "Yeni Bir Uluslararası Ekonomik Düzene Doğru Asya Krizinden Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Çıkarılabilecek Dersler", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, İnceleme-Araştırma Sayısı, Ağustos 2000, s.66

<sup>97</sup> S.Morley, R.Machado, S.Pettinato, "Indexes of Structural Reform in Latin Amerika", **ECLAC Serie Reformas Economicas 12**, 1999, s.13

çevre, finansal teknolojiler ve yatırımcıların tercihleri hızla değişmiştir. Sovyetler Birliği'nin çözülmesi, daha demokratik ve piyasa eğilimli politikaların dünya çapında yaygınlaşması, gelişen ekonomilere yönelen sermaye akımları ve kredi kullandırmalarını cazip hale getirmiş ve hükümetlerin yabancı sermayeye olan talepleri artmıştır.<sup>98</sup>

Piyasaya dayanan reformlar çok sayıda politikayı içinde barındırmaktadır. Bunlar;<sup>99</sup>

- Devletin ekonomiye müdahalesinin azaltılması,
- Rekabetin artırılması ile verimliliğin teşvik edilmesi ve verimsizliğin cezalandırılması,
- Ekonomik birimlerin piyasa güçlerine karşı politik olarak korunması yerine, onları teşvik edecek yöntemlerin geliştirilmesi,
- Yurt içi ve yurt dışı piyasaların bütünleşmesi,
- Yatırım ve büyüme üzerindeki sorumlulukların özel sektöre devredilmesi,
- Kamu kurumlarına, kuralları ve regülasyonları yürütmede ayırım gözetmeyen bir davranış sergilemeleri konusunda baskı yapılması.

Söz konusu reform hareketleri genellikle dar veya geniş anlamda liberalleşme uygulamalarını kapsamıştır. Liberalleşme derecesindeki artışa bağlı olarak ülke ekonomileri, kendileri dışında yaşanan ekonomik ve/veya siyasi gelişmelerden daha fazla etkilenmeye başlamışlardır. Örneğin, Rusya'nın 1998 yılında moratoryum ilan etmesinin ve 1999 yılında Brezilya'da yapılan devalüasyonun ardından, uluslararası piyasalarda bir şok yaşanmış ve bunun etkileri dalgalar halinde özellikle gelişmekte olan ekonomilere yayılmıştır.

1980'li yıllardan sonra yaygınlaşan serbestleşme hareketi ile birlikte, çoğu kez yanlış uygulamalardan dolayı birçok gelişmekte olan ülke ekonomik kriz içerisine girmiştir. Finansal liberalizasyon ile birlikte dışa açılan bu ekonomiler,

<sup>98</sup> M.Feldstein, "Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management", **NBER Working Paper Series**, No:8837, 2002, s.3

<sup>99</sup> L.E.Armijo, P.Faucher, "We Have A Consensus: Explaining Political Support For Market Reforms in Latin Amerika", **Latin American Politics and Society**, 44:2, Summer 2002, s.3

krizler yoluyla ayrıca birbirlerini de olumsuz etkilemişlerdir. Söz konusu finansal krizlerin ortaya çıkış sebepleri arasında;<sup>100</sup>

1. Yetersiz banka regülasyonları ve denetimleri,
2. Sağlam bir denetim ve regülasyon olmadan, hızla yapılan liberalizasyon hareketleri,
3. Bankacılık sektöründe kamu sermayeli bankaların ağırlığının olması,
4. Bankacılıkta kötü yönetim ve ahlaki çöküntünün sebepleri arasında olan rekabet koşullarının yetersizliği gösterilmektedir.

Finansal kriz içerisine girmiş olan ülkelerde yukarıda sayılanlardan en az bir veya birkaçına rastlanmaktadır. Yukarıdaki nedenlere ilave olarak, 1990 ve 2000 yılları arasında, gelişen ekonomilerde ortalama olarak kamu borçlarının GSMH'ya oranı iki katına çıkmasının da finansal sistem krizlerinde etkili olduğu bilinmektedir.<sup>101</sup> Ancak yine söz konusu ülkelerin yurt içi tasarruflardan daha fazla yurt dışı fonlara bağımlılıklarının artması, hem politik hem de ekonomik açıdan piyasaların kırılganlıklarını yükseltmiştir. Bu gelişmelere örnek olarak Rusya ve Latin Amerika ülkeleri gösterilebilir.

Latin Amerika ülkelerinde 1970'li yıllar, Rusya'da ise 1990'lı yıllardan itibaren, finansal piyasalarda liberalleşme faaliyetleri başlamış, faiz oranları üzerindeki kontrol kaldırılmış veya azaltılmış, yabancı sermaye giriş ve çıkışları serbestleştirilmiştir. Latin Amerika Ülkelerindeki gelişmelerin Türkiye'deki uygulamalar ve sonuçları ile benzerlikleri bakımından; Rusya'nın ise katı bir kontrolün uygulandığı sosyalist sistemden, serbest ekonomiye geçişi ile meydana gelen değişimin incelenmek istenmesi nedeniyle çalışmanın bu bölümünde, Rusya; Doğu Asya ülkeleri: Japonya, Hong Kong, Malezya, Tayland ve Güney Kore; Latin Amerika ülkeleri: Arjantin, Meksika, Brezilya, Şili ve Venezüela'da meydana gelen gelişmeler incelenmiştir.

<sup>100</sup> L.Hernandez , K.Schmidt – Hebbel, “Banking, Financial Integration, and International Crises: An Overview”, **Central Bank of Chile Working Papers**, No:100, 2001, s.4

<sup>101</sup> J.A.Hanson, “Banking in Developing Countries in the 1990's”, **World Bank Policy Research Working Paper**, No:3168, 2003, s.11

## 2.1 Rusya’da Finansal Serbestleşme Sonrası ve Ekonomik Büyüme Süreci

Büyük Depresyon’un yarattığı etkilerin hafızalardan silinemediği 1950 ve 1960’lı yıllarda ekonomide merkezi planlama bir çok ülkede geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, piyasaların kendi haline bırakılması konusu çekimsiz bir yaklaşımla ele alınmıştır. Bu dönemde planlı ekonomi politikası sürdürmekte olan Sosyalist Bloku ülkeler hızlı büyüme performansı göstererek iyi bir örnek olmuşlardır. Ayrıca söz konusu dönemde Sovyet Rusya’nın teknoloji alanında gösterdiği başarılar da kamu müdahalesi için bir çeşit teşvik niteliğinde olmuştur.

Sosyalist ekonomilerde merkezi planlama altında finansal piyasalar, öngörülen hedeflere ulaşılmasında bir araç niteliğindedir. Böylece söz konusu ülkelerde bankalar, devlet kontrolünde ve pasif durumda bırakılmışlardır. Ekonomik planlamanın öngördüğü alanlarda kullanılmak üzere gerektiğinde oldukça düşük hatta sıfır faizle kredi kullandırılmaları yapılabiliyordu.

Çin Halk Cumhuriyeti 1980’li yılların başında verimli tarım alanlarını uzun vadeli kiralama yöntemiyle ihtiyacı olan ailelere devretmesiyle tarımda verimliliğin iki katına çıkması, devlet kontrolünü sürdüren ülkelerin de dikkatini çekmesini sağlamıştır.<sup>102</sup> 1980’lerin başında S.S.C.B’ye bağlı Rusya’da piyasa etkinliklerini çalıştırmak için kısmen ekonomik reformlara başlanmış, ancak bazı geleneksel yapıların kökünden sarsılmasının getirdiği tepki nedeniyle beklenen verimlilik sağlanamamıştır. S.S.C.B dönemi Rusya’da, 1985 yılında bir anlamda ekonomik liberalizasyon benzeri *prestroika* uygulamaları başlatılmıştır. Prestroika’nın ardından bazı serbestleşme hareketlerine karşın, her atılan adımda fiyatlarda yükselme beklentisi uygulamaların etkinliğini zorlaştırmıştır.

Rusya’da 1991 yılında reel GSYİH son yılların en büyük oranlı düşüşünü kaydetmiştir. Kontrol altında olan fiyatlardaki yükselme, üretimde düşüş ve vergilendirmede disiplinsizlikler, Rusya’nın bütçe açığının yükselmesine ve söz konusu açığın finansmanı için para basılması ise piyasada nakit paranın hızla çoğalmasına ve sonuçta kontrol altında tutulmaya çalışılan fiyatların hızla artmasına

<sup>102</sup> McKinnon, **The Order of Economic Liberalization**, s.2

neden olmuştur.<sup>103</sup> Kronikleşen ekonomik problemler karşısında, 1991 yılı sonunda Rus otoriteleri gecikme olmadan reformist hareketlere başlamaları gerektiğine karar verdiklerini açıklamışlardır.

Böylece 1991 yılının sonunda hızla uygulamaya konulan fiyat ve ticaret alanında liberalleşme hareketleri ve geniş çaplı özelleştirmeyi içeren ekonomik dönüşüm başlatılmıştır. Yapılacak büyük değişim için bir şok program uygulanmıştır. Söz konusu programın ana hatları: Ekonomiyi etkin, teknolojik olarak ileri, tüketici egemenliğine dayalı kapitalist bir piyasa ekonomisine dönüştürülmesidir.<sup>104</sup>

Sosyalizmden kapitalizme geçişte şok uygulamalar yapılmasının nedenlerinden biri eski ve yeni sistemden oluşan karma bir programın uygun bulunmamasıdır. Bir diğer neden ise, daha önceki uygulamalarda kademeli geçiş içerisinde çeşitli problemler yaşanmasıdır. 1992 yılının başında perakende fiyatlarının % 90'ı ve üretici fiyatlarının % 80'i serbest bırakılmıştır, aynı zamanda dış ticarete de serbestleşme hareketleri başlatılmıştır.

Ticaret alanındaki liberalizasyon ve özelleştirme faaliyetleri yavaş gerçekleşmiştir. Rusya'nın piyasa ekonomisine geçiş aşamasının başladığı 1992 yılında, Sovyetler Birliği henüz dağılmış olduğundan, halen eski politikaların izlerini fazlasıyla taşımaktaydı. Geçiş aşamasının başlarında olması nedeniyle demokrasiye ve piyasa ekonomisine uyum sağlaması için, eski sistemden miras kalan politikaların hızla değişmesi gerekmiştir.

Rusya'nın komünizmden kapitalizme geçiş aşaması finansal piyasaların yönetimi açısından kolay olmamıştır. Prensipde bu süreç daha kolay gibi görünse de pratikte önemli zorluklarla karşılaşmıştır. Reformların uygulanmasının ardından özellikle hızla yükselen fiyatlar nedeniyle finansal sistemde bir kaos yaşanmıştır.

<sup>103</sup> A.Rudiger, W.Tompson, "Fifteen Years of Economic Reform in Russia: What Has Been Achieved, What Remains To Be Done?", **OECD Economics Department Working Papers**, No:430, 2005, s.6

<sup>104</sup> O.Esen, "Rusya Krizi: Geçmişe Bakış", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, No:150, Sayı 13, Eylül 1998, s.67

Rusya, ülkenin ekonomik şartları ile uyumlu bir ekonomik serbestleşme düzenlenmesine gitmeyişiinin olumsuz etkilerini yaşamıştır.<sup>105</sup>

### 2.1.1 Rusya’da Finansal Piyasalar ve Bankacılık Sektörünün Görünümü

Rusya’da geçiş döneminde bankacılık sistemi endüstrileşmeyi finanse etmek üzere şekillendirilmeye çalışılmıştır. Bu nedenle reformların başlamasından itibaren büyümenin lokomotifi olan yatırımların finansmanında ve yurt içi ve yurt dışı toplam tasarrufun etkin dağılımının sağlanmasında, bankacılık sistemine büyük görevler düşmüştür.<sup>106</sup> Ayrıca yeni veya küçük ölçekli bir çok firmanın hisse senedi ve tahvil piyasaları aracılığı ile kaynak sağlamaları maliyetli olduğundan, bankacılık sektörü bu görevi yerine getirmeye çalışmıştır.<sup>107</sup>

Buna rağmen Rusya’nın finansal sisteminin ekonomide oynadığı rol gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında oldukça düşük kalmıştır. 1990’lı yıllarda yüksek ve değişken enflasyon, hem kredi kullanıcılarını hem de mevduat sahiplerini uzun vadeli anlaşmalar yapmaktan alakoymuştur. Yüksek miktardaki bütçe açığı ve kamu borçlanma gerekliliği, 1990’lı yıllar boyunca özel firmaların kredi piyasasına girişini ve bankaların yurt içi mevduat hesaplarında seyyaliyeti sağlama olanaklarını sınırlandırmıştır.

Rus bankacılık sistemindeki 1987’den beri yürürlükte olan ve *Gosbank* (Merkez Bankası) ve beş ihtisaslaşmış bankayı kapsayan ve “two-tier” (ikili sıra) olarak adlandırılan düzene 1991 yılı itibariyle son verilmiştir.<sup>108</sup> Bu reform ile birlikte eski kamuya ait sermayeyi devralan sekizyüz yeni bankanın ortaya çıkması sağlanmıştır. 1992 ve 1995 yılları arasında Rusya’da faaliyet gösteren bankaların sayısı büyük bir hızla artarak 1994 yılında ikibinbeşyüze ulaşmıştır. Ancak bankacılık sisteminde bu denli yüksek sayıya rağmen, sektörde büyük pay az sayıda

<sup>105</sup> R.McKinnon, “Financial Control in the Transition from Classical Socialism to a Market Economy”, **The Journal of Economic Perspectives**, Vol.5, No.4, 1991, s.108

<sup>106</sup> W.Tompson, “Banking Reform in Russia: Problems and Prospects”, **OECD Economic Department Working Papers**, No:410, 2004, s.4

<sup>107</sup> E.Berglof, P.Bolton, “The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition”, **William Davidson Working Paper**, Number 414, 2001, ps.26-28

<sup>108</sup> K.Sherif, M.Borish, A.Gross, “State-Owned Banks in the Transition: Origins, Evolution, and Policy Responses”, **The World Bank**, Washington DC., 2002, s.15

bankaya ait olmuş, diğer bir deyişle önemli bir konsantrasyon ortaya çıkmış ve reel ekonomiye kullanılacak kredi yolu ile ekonomik büyümeye sağlanacak katkı sınırlı kalmıştır. Söz konusu bankaların faaliyetleri, ağırlıklı olarak yabancı döviz kuru üzerinden spekülatif işlemler yapmak ve kaynaklarını kamu kağıtlarına yatırmak olmuştur. Ancak bu durumu bankalar daha fazla sürdürememişler ve 1998 krizinin ardından 2000 yılı itibariyle banka sayısı binyüzonbire kadar gerilemiştir.

Rus bankacılık sektörünün bir diğer ve en önemli özelliği ise özel sermayeli bir çok bankanın bulunmasına rağmen, halen kamu sermayeli bankaların hakimiyetinin söz konusu olmasıdır. Örneğin Rusya'nın en büyük bankası Sberbank'ın önemli hissedarlarından birisi Rusya Merkez Bankası'dır (RMB) ve finansal sektörün başlıca düzenleyici kurumu olma özelliğinin yanısıra, Sberbank'daki hissesi nedeniyle aynı zamanda ülkenin en büyük mevduat ve kredi hacmine sahip finansal kuruluşudur.<sup>109</sup> Kamu sermayesinin ağırlığı ve kamu müdahalesi ve kredi dağılımına getirdiği sınırlandırmalar rekabetin etkinliğini azaltmaktadır. Bölgesel otoriteler yöre bankalarının faaliyetlerini kontrol etmekte, rekabeti bozmakta ve sektöre girişleri engelleyebilmektedir.<sup>110</sup> Bu anlamda bankalar genellikle otoritelerin ticari amaç dışında ki siyasi politikalarına göre hareket etmeye zorlanmaktadır.

Kamu sermayeli bankalar Rus finansal piyasasındaki paylarını azaltmaya başlasa da, bu durum yalnızca küçük ölçekli bankalarda yoğunlaşmış olduğundan, halen piyasada ağırlığı olan bankalarda sermaye sahipliği konusunda kamunun durumunda çok büyük bir farklılık bulunmamaktadır.<sup>111</sup> 2000 yılı itibariyle kamu sermayeli bankaların kullandığı kredilerin, toplam krediler içerisindeki payı %41, toplam aktifler içerisindeki payı % 44, toplam mevduatların % 59'dur.<sup>112</sup> Kamu sermayeli bankaların ekonomiye verdiği bir diğer zarar; kredi ve tasarruf faiz oranlarının arasındaki farkın gereğinden fazla olması ve bu nedenle yüksek faiz oranından kaçan verimli yatırım projesine sahip girişimcilerin finansal piyasaların

<sup>109</sup> Tompson, s.7

<sup>110</sup> OECD, "Russian Federation 2004, Banking Reform", **OECD Economic Survey**, [www.oecd.org/document](http://www.oecd.org/document), 08.06.2005, s.2

<sup>111</sup> Sherif, s.46

<sup>112</sup> Sherif, ss.50-54



dışında kaynak aramasıdır. Burada özel kesimin dışlanması (crowding out) söz konusudur.

Aynı zamanda kamu sermayeli bankalar sağladıkları bu avantajların yanında kamu yararına olan kârsız sosyal faaliyetleri yerine getirmek ya da kazancın ön planda olmadığı ancak makro ekonomik hedeflere ulaştıracak politikaları uygulamak zorunda kalmışlardır. Resmi politikalar ise piyasanın çözemeyeceği aksaklıkları gidermesi bakımından kamu sermayeli bankaların mevcudiyetini savunmuştur. Ayrıca bir çok bölgesel bankalar, resmi olarak himaye edilmeleri sayesinde yerel piyasalarda monopole yakın bir faaliyet sürdürmektedir.

Kamu sermayeli bankalara bakıldığında, özellikle içlerinde en büyük paya sahip olan Sberbank'ın finansal piyasalardaki rekabete önemli darbe vurmuş olduğu gözlenebilmektedir. Rus bankacılık sektörünün diğer bir önemli sorunu hesapların sağlıklı tutulması ve bu nedenle ulaşılan verilerin güvenilirliğinin az olmasıdır. Nitekim bir çok Rus bankasının sermaye hesaplarınının olduğundan daha fazla gösterildiği sanılmaktadır.

Bir çok koruyucu önlemler olmasına rağmen, yabancı sermayenin Rus finansal sistemine katılımı yararlı bulunmaktadır. Rusya'nın yabancı sermayeye fazla ihtiyacı yokmuş veya talep etmiyor izlenimi vermesine karşın, yabancı sermayenin en azından finansal piyasalara uzmanlık, teknoloji ve kredibilite açısından katkıda bulunduğu kabul edilmektedir. Bu nedenle Rusya bankacılık sektöründe yabancı yatırımcıların yer alması ile ilgili kısıtlamalar büyük oranda kaldırılmış, ancak caydırıcı bir takım uygulamalar da korunmuştur.

Son yıllarda daha ciddi bir regülasyon içerisinde olan Rus bankacılık sektörü reformist hareketlere örnek teşkil etmektedir. Son iki yılda gerçekleştirilen reformlardan en önemlileri şunlardır:<sup>113</sup>

- a) Mevduat sigortası kanunu yürürlüğe girmiştir,
- b) Önemli bir reform hareketi olarak ihtiyatlı bir denetim uygulamasının çerçevesi belirlenmiştir,
- c) Bankacılık sektörünün şeffaflığının artırılması yolunda adımlar atılmıştır,

---

<sup>113</sup> Rudiger, s.60

- d) Kendine özgü bankacılık faaliyetlerinin gelişmesini kolaylaştırmaya yönelik önlemler alınmıştır.

Yukarıda sayılan adımların atılmış olması dahi, Rus bankacılık sisteminin liberalizasyonu açısından önemli sayılmaktadır. Ancak reformların hem birbirlerini tamamlayacak şekilde uygulanması hem de RMB'nin stratejileri ile uyumlu olmasının önem taşıdığı vurgulanmaktadır. Sonuç olarak Rus finansal sistemi, aracılık işlevini tam olarak yerine getiremese de alınan reformist kararlar sonucunda giderek daha sağlıklı bir yapıya kavuşmaktadır.

### **2.1.2 Rus Finansal Piyasasında Serbestleşme ve 1998 Yılında Yaşanan Ekonomik Kriz**

Rusya'da 1990'lı yıllar öncesi verilere ulaşamadığından, yaşanan gelişmeler ile ilgili analiz 1990 yılından sonraya aittir. 1990 yılı sonrası 1998 yılına kadar incelendiğinde (bkz. Tablo 1), geçiş ekonomisi nedeniyle 1990'lı yılların başında üretim artışına bağlı olarak hızlı bir ekonomik büyüme, yüksek fiyat artışı ve yüksek faiz oranları, düşük Tasarruf / GSMH oranı dikkat çekmektedir. Söz konusu dönemde göze çarpan bir diğer konu; 1995 yılındaki negatif reel faiz oranının % 32'lere kadar düşmüş olmasıdır (bkz. Tablo 1).

Rusya' 1998 yılında önemli bir ekonomik kriz yaşanmıştır. Bu finansal krizin başlıca dayanağı, 1993 yılının ardından yapılan yapısal reformlarla ilgili gelişmelerin yetersiz kalması ve buna bağlı olarak ortaya çıkan sürdürülemez makro ekonomik dengesizliklerdir. 1997 yılının başlarında reform hareketleri yavaşlamış ve giderek kötüleşen kamu bütçe açığı devam etmiştir. 1997'de (bkz. Tablo 1) bütçe açığının GSMH'ya oranı % 6,4 gibi oldukça yüksek bir orandır. Aynı yıl içerisinde tüketim patlaması ile birlikte hızla büyüyen ithalat miktarı ve Asya krizinin ardından düşen petrol fiyatları ödemeler dengesinin oldukça kötüleşmesine neden olmuştur.<sup>114</sup>

1998 yılında krizin başlaması ve kontrolden çıkmasının nedenlerinden biri de sağlıklı denetlenen finansal piyasaların yüksek kırılma derecesine sahip

---

<sup>114</sup> Rudiger, s.15

olmasıdır.<sup>115</sup> Sağlıksız ve gerekli altyapı oluşturulmadan yapılan reform çalışmaları ile birlikte finansal kuruluşların kamuyu finanse etme görevi üstlenmeleri finansal piyasaların kırılganlığını önemli ölçüde arttırmıştır. Rusya'nın 1998 yılında yurt dışına da ihrac ettiği kriz, özellikle döviz bazında kısa vadeli yükümlülükleri olan bankacılık sisteminden kaynaklanmıştır.<sup>116</sup> Kriz nedeniyle yatırımcıların hem Rusya'nın borçlarının yeniden yapılandırılmasından hem de rublenin devalüe edilmesinden zararlı çıkmaları, diğer gelişen piyasalarda da panik çıkmasına neden olmuştur.

Kriz sırasında finansal kuruluşlar, bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması nedeniyle, hem kamuya hem de reel sektöre kaynak aktarımını azaltmışlardır. Rus bankacılık sistemi kriz öncesinde, mevduat toplayan ve bunu kredi olarak özel sektöre kullandıran kuruluşlar olmak yerine, kamuyu finanse eden kuruluşlar niteliğindedir. Dolayısıyla 1998 yılı krizi ile bankacılık sektöründe meydana gelen sarsıntı halihazırda düşük olan kredi hacmini etkilememiş ve reel sektörde kredi daralması anlamında bir etki yaratmamıştır. Söz konusu dönemde banka sayısındaki artışlara rağmen, bankaların reel sektöre kullandırdıkları krediler azalmıştır.<sup>117</sup>

---

<sup>115</sup> D.Sağlam, "Meksika, Asya ve Rusya Ekonomik Krizlerinin Mukayeseli Bir Analizi", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Kasım 1998, s.43

<sup>116</sup> Dornbush, "Küresel İktisadi Kriz ve Türkiye", s.13

<sup>117</sup> H.Huang , D.Marin, C.Xu, "Financial Crisis, Economic Recovery and Banking Development in Russia, Ukraine and Other FSU Countries", **IMF Working Paper**, No:105, 2004, s.4

**Tablo 1 - Rusya'ya ait 1995-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler (%)**

Yıllar	Büyüme Hızı	Faiz Oranları		Enflasyon	Reel Faiz Oranı <sup>(1)</sup>	Tasarruf /GSMH	Kredi /GSMH	Yatırım /GSMH	İşsizlik	Finansal Derinlik <sup>(2)</sup>	Bütçe Dengesi /GSMH <sup>(3)</sup>
		Mevduat	Krediler								
1995	-	102.0	320.3	198	-32.2	13.6	25.5	21.1	8.9	19.3	-4.9
1996	-3.6	55.1	146.8	47.7	5.0	12.6	27.8	20.0	9.9	17.8	-7.4
1997	1.4	16.8	32.0	14.8	1.7	13.8	29.5	18.3	10.7	19.7	-6.4
1998	-5.3	17.1	41.8	27.7	-8.3	16.7	44.9	16.1	12.1	24.1	-4.8
1999	6.4	13.7	39.7	85.7	-38.8	14.8	33.3	14.4	12.4	20.6	-1
2000	10.0	6.5	24.4	20.8	-11.8	15.5	24.7	16.9	10.7	21.5	2
2001	5.1	4.9	17.9	21.5	-13.7	17.1	25.6	18.9	9.1	23.9	3
2002	4.7	5.0	15.7	15.8	-9.4	19.1	26.7	17.9	8.0	26.4	1.7
2003	7.3	4.5	13.0	13.7	-8.1	21.0	27.7	18.4	8.3	29.9	2.4
2004	7.2	3.8	11.4	10.9	-6.4	22.0	25.6	18.3	8.1	31.2	5
2005	6	4.0	10.7	12.6	-7.6	23.9	20.7	18.2	7.6	33.4	7.5

**Kaynaklar:** F.Stanley, "The Russian Economy at the Start of 1998", www.imf.org, 10.12.2003; IMF, **World Economic Outlook Database**, September 2006; OECD, **OECD Factbook 2007**, www.oecd.org, 03.01.2004

- (1) Reel faiz oranı,  $\{(1+\text{Nominal Mevduat Faiz Oranı}) / (1+\text{Enflasyon})\} - 1$  olarak hesaplanmıştır.  
(2) Rusya'ya ait M3 verileri edinilemediğinden finansal derinlik hesaplaması sırasında M2/GSMH oranı kullanılmıştır.  
(3) Bütçe Açığının Bulunduğu Yıllar "-" ile başlamaktadır.

1999 – 2001 yılları arasında bankalar kriz öncesi değerlerine ulaşmaya başlamışlardır. Ancak 1998 yılı krizinin en çok etkilediği alanlar, 1994 ve 1997 yılları arasında reform çalışmaları bakımından önemli ilerlemeler kaydedilmiş olan başta ticari bankalar olmak üzere finansal kuruluşlar olmuştur.<sup>118</sup> Kamu sermayeli bankaların müdahale ve kontrollerini, kriz öncesine göre arttırmış olmaları, yıllarca özel sermayeli bankaların güçlenmesi ve bankacılık sektöründe rekabetin oluşturulması için gösterilen çabalar ile kaydedilen mesafede gerilemeye neden olmuştur. 1998 yılı krizinin yapısal reformlar üzerine doğrudan olumsuz etkisi, otoritenin dikkatini makroekonomik istikrarın yeniden oluşturulması için geliştirilen acil önlemlere vermesi, böylece orta vadeli reformist hedeflerden sapılmasıdır. 2000 yılından sonra, Tablo 1’de de görüldüğü gibi, negatif reel faiz devam etmiş, bununla birlikte tasarrufların GSMH içerisindeki payı ve büyüme hızı giderek artmıştır.

### **2.1.3 Rusya’da 1998 Yılı Ekonomik Krizinin Ardından Yeniden Yapılanma Süreci**

1998 yılı krizinin ardından Rus hükümeti bütçe denkliliği konusunda daha titiz davranmaya başlamış ve bütçe harcamalarını azaltıcı buna karşılık gelirleri arttırıcı tedbirleri almıştır. Sonuçta makro ekonomik konularda gösterilen ilerleme özellikle bütçe konsolidasyonu ve enflasyon oranındaki düşüş konusunda olmuştur.<sup>119</sup> Bu durum Tablo 1’de gözlenebilmektedir. Nitekim 1998 krizinin hemen ardından, 1999 yılında enflasyon % 85,7’e çıkmış, ancak 2000 yılından itibaren düşmeye başlamıştır. Yine aynı yıl kamu bütçesi fazla vermeye başlamış, bütçedeki bu iyileşme sonrasında, finansal piyasalar daha olumlu koşullarda faaliyetlerini sürdürmüşlerdir.

2001 yılına gelindiğinde ticari bankalar, reel sektöre uzun vadeli kredi kullandırmalarında çekimser kalmışlardır.<sup>120</sup> Buna karşılık 2003 yılından itibaren ticari kredi harcamaları artmaya ve bu artışı finanse edecek tasarruf mevduat hesapları da yükselmeye başlamıştır. Bu durumda yatırım – tasarruf ilişkisinde bir

<sup>118</sup> OECD, *OECD Economic Surveys: Russian Federation*, 2000, [www.oecd.org](http://www.oecd.org), (10.06.2005), s.9

<sup>119</sup> OECD, *OECD Economic Surveys: Russian Federation*, Paris, I.Chapter , 2004, s.8

<sup>120</sup> The World Bank, “Russian Economic Report: October 2001”, **World Bank Moscow Office Economics Unit**, No:1, 2001, s.3

problem olmadığı anlaşılmaktadır. Tablo 1’de de görüldüğü gibi, büyüme hızı 2003 yılında yükselmeye başlamıştır. Ancak büyüme hızında 2004 yılından itibaren, önemsenmeyecek miktarda da olsa, yavaşlamanın nedeni: Ruble’deki değer artışı karşısında üretim maliyetlerinde yükselme, artan enerji giderleri ve ücret artışları sonucunda birçok sektörde büyüme hızındaki düşüştür.<sup>121</sup> 2004 yılında, bir kaç bankanın kara para aklanmasından suçlanması ile tüm finansal sistemi içerisine alan güven bunalımı, küçüğe olsa tekrar bir finansal kriz yaşanmasına neden olmuştur. Piyasalarda ortaya çıkan karışıklığın ardından RMB müdahale etmiştir. 2004 yılında yaşanan bu problemler, ekonominin ve bankacılık sisteminin içinde bulunduğu durum anlamında 1998 krizinin izlerini taşımamaktadır.<sup>122</sup>

2004 yılında yaşanan ve 1998 yılına göre daha küçük boyutlu olan ekonomik krizin ardından otoriteler, bankaların daha ileri reformları uygulama isteğinde ve kabiliyetinde olup olmadıkları konusunda şüpheye düşmüşlerdir. Buna ilave olarak RMB’nın çelişkili uygulamaları, bu kez de hükümeti reformların ciddiyetini sorgulamaya sevk etmiştir. RMB 2004 krizini farketmekte geç kalmış, krizin atlatılması için faaliyete geçtiğinde ise aldığı kararları yürürlükte olan politikalar ile uyumlu hale getirmekte zorluk çekmiştir. Bu durum da göstermektedir ki, finansal liberalizasyonun başarısı sadece bankacılık sektörüne değil, aynı zamanda finansal piyasanın diğer kurumlarındaki reform çalışmalarına da bağlıdır.

Yapılan tüm araştırmaların işaret ettiği gibi, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomiler için finansal sistemin gelişimi ile ekonomik büyüme arasında pozitif ilişkinin varlığı söz konusu reformlara öncelik vermenin önemini kanıtlamaktadır.<sup>123</sup> Ayrıca post – komünist ülkeler ile ilgili yapılan araştırmalarda etkin bir finansal aracılık sisteminin ekonomik büyümeye önemli ölçüde katkıda bulunduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Neticede Rusya’nın uzun dönemde yatırımları ve üretimin hızlı bir şekilde büyümesi için genelde finansal sistemin, özelde ise bankacılık sisteminin göstereceği gelişme kritik bir önem taşımaktadır.

<sup>121</sup> The World Bank, “Russian Economic Report: March 2005”, **World Bank Moscow Office Economic Unit**, No:10, 2005, s.4

<sup>122</sup> R.Hainsworth, “No Echo of 1998 in Current Banking Crises”, **The Moscow Times**, 23 June 2004, [www.themoscowtimes.com/stories/2004/06/23/006.html](http://www.themoscowtimes.com/stories/2004/06/23/006.html), 30.10.2005

<sup>123</sup> Rudiger, s.34

Rusya'da henüz yabancı sermayenin ülkeye çekilmesine olanak sağlayacak gelişmelerin tam olarak gerçekleşmemesi ve Rus girişimcilerin yatırım harcamalarını finanse edebilecek içsel kaynaklara sahip olamamaları, ekonomik büyüme performansını büyük oranda tasarruf birikimlerinin etkin bir şekilde yatırımlara aktarılmasına bağlı kılmaktadır. Daha güçlendirilmiş ve etkinliği artırılmış finansal sistem, Rusya'nın ekonomik aktivitelerinin harekete geçirilmesinde ve çeşitlendirilmesinde önemli bir rol oynayacaktır.<sup>124</sup> Mevcut durum itibarıyla değişik sektörlerle yatırım kaynaklarını etkin bir şekilde dağıtacak mekanizmanın eksikliği, ekonomik performansın artırılması açısından önemli bir problemdir. Bugünkü durumyla finansal sistem, Rusya'nın ekonomik yapısındaki değişimi kolaylaştırmak yerine, yalnızca faaliyetleri takviye etmektedir.

Rus bankacılık sektöründe kamu sermayesinin hakimiyeti ve kredi dağılımlarındaki müdahalelerin neden olduğu çeşitli olumsuzluklar bulunmaktadır. Bunlar toparlanacak olursa;

- Bankacılık sektöründe rekabetin aksatılması,
- Çeşitli şekillerde imtiyaz sağlanacağı beklentisini teşvik ederek ahlaki çöküntünün giderek daha kötüleşmesi,
- Finansal piyasaların aracılık fonksiyonunu zayıflatarak, verimli reel sektörlerin finansmanı yerine, otoritelerin dayatmaları sonucu ticaret dışı işlemlere öncelik verilmesidir.

Kamu sermayeli bankaların varlıklarını korumaları dışında bankacılık sistemi ile ilgili diğer reformların yeterince işletilmemesinin de ekonomiye maliyeti olmaktadır. Birçok geçiş aşamasındaki ülkede olduğu gibi, Rusya'da da finansal disiplin, zamanında ödenmemiş krediler, finansal bilgilerin dürüstlüğü gibi konular yeterince tarif edilmemektedir.<sup>125</sup> Ayrıca reformların uygulanmasındaki gecikmeler zayıf olan finansal sistemin olası krizler karşısında kırılma eğilimini kuvvetlendirmektedir.

---

<sup>124</sup> Rudiger, s.36

<sup>125</sup> Sherif, s.69

Rusya’da 2005 ve 2008 yıllarını kapsayacak şekilde *Rusya Federasyonu’nun Sosyal-Ekonomik Kalkınması için Orta Vadeli Program* hazırlanmıştır. Programda finansal kurumlarda gelişmelerin sağlanması amacıyla finansal sektörde mülkiyet haklarının geliştirilmesine, rekabet politikalarına ve özelleştirme faaliyetlerine önem verildiğini belirtir vurgulamalar da yapılmaktadır.<sup>126</sup>

Yukarıda sayılanlar finansal sistemi yıpratın ve ekonomideki rollerini yerine getirmelerini engelleyen durumlardır. Sonuçta görevini tamamlayamayan bir finansal sistem ekonomik büyümeye de katkı sağlayamayacağından, büyümeyi teşvik edecek önemli mekanizmalardan biri de işlemecektir. Sonuç olarak Rus bankacılık sistemindeki serbestleşme çalışmalarının tamamlanarak sonuç alınması, önemli ölçüde kamu sermayeli bankalar ile ilgili alınacak kararlara da bağlı bulunmaktadır.

## **2.2 Doğu Asya Ülkeleri’nde Finansal Liberalizasyon Deneyimi**

Finansal liberalizasyon konusunun incelenmesi sırasında, Türkiye ve benzer ülkelerden nispeten farklı bir serbestleşme süreci yaşayan başlıca Doğu Asya (Asya) ülkeleri de çalışmada incelenmiştir. Ayrıca Asya ülkelerinde 1997 yılında meydana gelen krizin önemi ve dünyada meydana getirdiği etkileri de çeşitli incelemelere konu olmuş ve söz konusu ülkelere ayrı bir önem kazandırmıştır.

Asya ülkeleri, yirmibirinci yüzyılın hızlı büyüyen ekonomilerine sahip olmuşlar ve dünya ekonomisinde önemli bir yer edinmişlerdir. Başarılarının altında yatan neden özetlenecek olursa: Yüksek bir tasarruf oranına sahip olmaları ve bu birikimleri sıkı denetlenen finansal piyasalar yoluyla üretken alanlara, özellikle ihracata yönelik üretim yapan sektörlerle aktarabilmeleri ve ihracata yönelik bir kalkınma hamlesi gerçekleştirmeleridir. Ayrıca kuşkusuz bir diğer önemli katkı da, dünya piyasalarında söz sahibi olabilecek yüksek teknolojiyi uygulayabilecek eğitimli bir beşeri sermayeye sahip olmalarından gelmektedir. Genel olarak devlet denetiminin ve kontrolünün ağırlıklı olarak hissedildiği bu ülkelerde 1990’lı yıllardan itibaren liberalleşme hareketleri de hızlanmıştır.

---

<sup>126</sup> The World Bank, “Russian Economic Report: March 2005”, s.10



Doğu Asya Ülkeleri içerisinde önemli yere sahip olan Japonya, Kore ve Tayvan'ın finansal piyasalarında liberalizasyon dönemi öncesinde benzer özellikler bulunmaktadır. 1980 ve 1990'lı yıllara kadar olan bu dönemdeki özellikler şunlardır; firmaların finansman açısından krediye dayalı olması, kredi kullandırımlarında bankacılık kesiminin ağırlıkta olması, grup içi banka ve şirketlerin ilişkileri, yoğun devlet kontrolü ve finansal sistemin dış piyasalara kapalılığıdır.<sup>127</sup>

Yukarıda sayılan özellikler açıklanacak olursa, birinci olarak her üç ülkede de firmalar, yoğun bir şekilde dış kaynak olarak banka kredilerinden yararlanmışlardır. Bu durum ise söz konusu ülkelerdeki işletmelerin borçluluk oranlarının yüksek çıkmasına neden olmuştur. Olumlu anlamda dikkat çeken durum; kullanılan kredilerin genellikle uzun dönemli ve düşük maliyetli olması ve üretime yönelik olarak kullanılmış olmasıdır.

İkinci olarak finansal sistemlerinde bankacılık kesminin göreceli üstünlüğe sahip olmasıdır. Dolayısıyla kullanılan kredilerin de önemli bir kısmı bankacılık sektöründen temin edilmiştir. Ancak sisteme egemen olan banka sayısı sınırlı kalmıştır.

Üçüncü olarak, bir diğer özellik Japonya ve Kore'de banka ve büyük şirket ilişkisi üzerinedir. Bu ülkelerde büyük grupların bir de bankası bulunmaktadır ve söz konusu şirketlerin kredi kullanımları aynı zamanda çoğunlukla hissedar da olan söz konusu bankalar tarafından sağlanmaktadır. Bu nedenle bankalar hissedar oldukları şirketler üzerinde denetim hakkına ve gerektiğinde müdahale hakkına sahip olmaktadır. Böylelikle ters seçim etkisi ve asimetrik bilgi sorunu ortadan kalkmaktadır.

Dördüncü olarak, serbestleşme dönemine kadar söz konusu ülkelerde finansal piyasalar üzerinde devlet önemli ölçüde kontrole sahip olmuştur. Söz konusu ülkeler uzunca süre finansal piyasalarını, özellikle kısa vadeli yabancı sermayeye, kapalı tutmuşlardır. 1980'li yıllarda kısmi liberalizasyona rağmen, kısıtlamalar büyük ölçüde titizlikle uygulanmıştır. Bu durum finansal piyasaların kırılma noktalarını

---

<sup>127</sup> A.B.Kızıllırmak Üçkaya, "Finansal Sistem ve Ekonomik Kalkınma: Doğu Asya Ülkeleri Deneşimi", **İktisat, İşletme ve Finans**, Mayıs 1999, ss.40-43

azaltarak, dış piyasalardaki gelişmelerin olumsuz etkilerinden korumuştur. Aşağıda Japonya, Güney Kore, Hong Kong, Malezya ve Tayland'daki finansal liberalleşme hareketleri özetlenmiştir;<sup>128</sup>

#### Japonya;

Japon finansal piyasalarında serbestleşme hareketleri 1979 yılında faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması ile başlamış, aynı yıl sermaye girişlerine kolaylıklar getirilmeye başlanmıştır. 1980'li yıllarda Japon hükümeti tarafından sermaye hareketlerine ilişkin birçok reform gerçekleştirilmiştir. Bu hareket, 1990'lı yıllarda devam ederek yine söz konusu yıllar içerisinde tamamlanmıştır. Faiz oranlarının liberalizasyonu ile ilgili süreç 1991 yılının sonlarında tamamlanmış ve kurumsal müşterilerin tüm vadelerdeki mevduat faiz oranları tamamiyle liberelize edilmiştir. 1991 yılında ayrıca krediler üzerindeki doğrudan kontrollerde ortadan kaldırılmıştır. Ancak bazı tasarruf türleri üzerindeki kısıtlamalar devam etmiştir.

#### Güney Kore;

Güney Kore'de de (Kore) Japonya gibi serbestleşme hareketleri 1979 yılında başlatılmıştır. 1979 yılında yerli bankaların yabancılara kredi kullandırmasını kolaylaştıran düzenlemeler getirilmiştir. 1993 yılında Kore hükümeti bir liberalizasyon planı içeren sermaye yasası çıkarmıştır. Buna göre Kore'de yerleşik bulunanların sermaye çıkışlarına önemli ölçüde serbestleşme getirilmişse de, sermaye girişleri ile ilgili olarak önemli kısıtlamalar devam etmiştir. 1996 yılında halen Kore'de uzun vadeli dış kredi kullanımı yasak olmasına karşın, kısa vadeli kredilerde kısıtlamalar kaldırılmıştır. 1998 yılında dış finansmana bağımlı yüksek teknoloji üretimi yapan firmaların % 100 yabancı sermaye edinmelerine izin verilmiştir. Böylece Kore yabancı sermaye girişlerinde titiz bir davranış sergilemiştir. Gelen yabancı sermayenin yüksek teknolojiyi finanse etmesi ile içsel büyüme teorilerinin de dayandığı teknik ilerlemeye önem verilmiştir. Burada Kore'nin, Türkiye ve benzer Latin Amerika ülkelerinden daha faydalı bir sermaye hesapları politikasına sahip olduğu söylenebilmektedir.

<sup>128</sup> G.L.Kaminsky, S. L.Schumukler, "Short-Run Pain, Long -Run Gain: The Effects of Financial Liberalization", **NBER Working Paper Series**, w 9787, 2003, ss.40-48

Kore'de faiz oranları, 1988 yılından itibaren, finansal kuruluşların kullandığı kredi faiz oranlarının liberelize edilmesi ile başlamıştır. Aynı yıl çeşitli vadelerde, kısa vadeli olanlar hariç, mevduat faiz oranları üzerindeki kontroller kaldırılmıştır. Kore Merkez Bankası'nın toplam kredi hacmi ile küçük ve orta ölçekli firmalara kullanılan krediler üzerindeki kontrolleri sürdürülmüştür. 1991 yılına gelindiğinde, Kore hükümeti hem mevduat hem de kredi faiz oranlarının liberelize edilebilmesi ile ilgili dört basamaklı bir plan sunmuştur. 1997 ve 1998 yıllarında tüm kısıtlamalar kaldırılmıştır. Hisse senetleri piyasasında ise; 1984 yılında başlayan deregülasyon hareketleri aşamalı olarak gerçekleştirilmiştir. 1992 yılında yabancıların tuttıkları şirket hisseleri toplam sermayenin %3'ü, belirli şirketlerdeki yabancı ortakların toplam sermayenin % 10'unu geçmeyecek şekilde, yabancıların hisse senetleri piyasasında yatırım yapmalarına izin verilmiştir. Söz konusu oranlar 1998 yılına dek aşamalı olarak azaltılmış, nihayet 1998 yılında, bazı firmalar dışında, tamamen kaldırılmıştır.

#### Hong Kong;

Hong Kong, diğer Asya ülkelerinden farklı olarak, serbest piyasa ekonomisi gereklerini 1970'li yıllarda uygulamaya başlamıştır. 1973 yılında şirketlerin yurt dışından borçlanmaları ile döviz piyasası işlemleri üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış, hisse senetleri piyasasında yabancıların sermaye ve gelir hareketleri serbest bırakılmıştır. Aynı dönemde Hong Kong bankaları kredi ve mevduat faiz oranları *Exchange Bank Association* (Döviz Bankası Birliği) tarafından belirlenen faiz oranlarını uygularken, mevduat kabul eden banka dışı kuruluşlar bu uygulamanın dışında bırakılarak tasarruf sahiplerine daha cazip faiz oranları sunma avantajı elde etmişlerdir. Kredilerin kullandırılması konusunda ise, küçük ölçekli firmalar dışında etkin bir kontrol sistemi uygulanmamıştır. 1983 yılında faiz oranları Hong Kong Bankalar Birliği tarafından indirilmeye başlanmış ve yılın sonunda mevduatlar üzerinden alınan stopaj vergisi kaldırılmıştır. 1995 yılında vadesi yedi günün üzerinde olan mevduatların faiz oranı serbest bırakılmıştır.

Malezya;

Malezya'da 1973 yılında herhangi bir döviz kuru rejimi bulunmazken, sermaye hesapları hareketleri 1979 yılından itibaren sınırlı olarak serbest bırakılmaya başlanmıştır. Ancak diğer Asya ülkelerinin tersine yıllar itibariyle sınırlandırmaların kaldırılması yerine yeni kısıtlamalar getirilmiştir. 1994 yılının ortalarında tüm vatandaşların, yabancılara kısa vadeli parasal enstrüman satışı yasaklanmış ve 1998 yılında döviz piyasası üzerine kontroller getirilmiştir. Mevduat ve kredi faiz oranları ile ilgili liberalizasyon çalışmaları 1978 yılının sonlarına doğru başlamıştır. 1991 yılının başında faiz oranları tamamen serbest bırakılmıştır.

Tayland;

Tayland'ta Tayland Merkez Bankası 1989 yılında bir yıldan uzun vadeli mevduatlara ait faizler üzerindeki tavan uygulamasını kaldırmıştır. 1990 yılına gelindiğinde ise vade ayırımı kalmaksızın tüm mevduat faizleri üzerindeki kısıtlamalara son verilmiştir. Kredi faiz oranları da 1992 yılında serbest bırakılmıştır.

### **2.2.1 Doğu Asya Ülkelerinde 1997 Yılında Yaşanan Ekonomik Kriz**

Genel olarak bakıldığında Asya ülkelerinde 1980'li yıllardan itibaren liberalizasyon hareketlerinin başlamış olduğu gözlenmektedir. Serbestleşme hareketlerinde etkin olan nedenler: Amerika Birleşik Devletleri ile Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)'nin baskısı, artan rekabet ve uluslararası piyasaların ortaya çıkardığı gereklilik olarak sıralanabilmektedir.<sup>129</sup> 1980'li yıllarda söz konusu ülkelerin finansal piyasalarında kısıtlamaların belirli ölçüde devam ettiği gözlenmektedir. Burada dikkat çeken özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin kontrol altında tutulmuş olmasıdır.

1990'lı yıllardan itibaren finansal liberalizasyon adına önemli adımlar atılmaya başlanmıştır. Ancak Asya ülkelerinde 1997 yılında tüm dünyayı da beraberinde sarsacak olan önemli bir ekonomik kriz yaşanmıştır. Kore ve Tayvan ekonomik kriz sürecine diğer Doğu Asya ülkelerinden daha geç girmişlerdir.

<sup>129</sup> K.S.Jomo, "Globalization, Liberalization and Equitable Development: Lessons From East Asia", **United Nations Research Institute for Social Development**, No:3, July 2003, s.7

Asya'da yaşanan 1997 krizi Tayland'ın yaptığı devalüasyon ile başlamıştır.<sup>130</sup> Tayland gibi, diğer Asya ülkeleri de mevcut olan ödemeler dengesi açıkları nedeniyle arka arkaya devalüasyon ve yükselen enflasyon oranları nedeniyle faiz oranlarında artışa gitmişlerdir. Asya krizinin etkisi oldukça geniş olmuş ve dünyanın diğer bölgelerindeki ülkelere de yayılarak globalleşmenin sorgulanmasına neden olmuştur. Çeşitli incelemelere neden olan söz konusu krizin nedenleri toparlanacak olursa şu şekilde sıralanabilir;<sup>131</sup>

1. Cari hesap açığı: Doğu Asya ülkelerinin ulusal paralarının aşırı değer kazanması ve Çin'in artan rekabeti nedeniyle cari hesap açıklarının hızla artmış olması.
2. Yurt içi finansal piyasalarda başgösteren problemler: Kredi kullandırmalarının hızla artması ve böylece firmaların önemli bir risk göstergesi olan borç/özsermaye oranının yükselmesi, kredi kullandırmalarında devletin kontrol mekanizmasını azaltması spekülasyon alanlara ve yüksek risk taşıyan projelere kredi plasmanlarının hızlanmasına neden olmuştur. Sonuçta kredi geri ödemelerinde başlayan aksamlar finansal piyasalar zayıflamış ve karşı karşıya kalınan problemler krizler karşısındaki kırılganlıklarını yükseltmiştir.
3. Büyük miktarlarda uluslararası sermaye hareketleri ve *contagion* (yayılma)<sup>132</sup> etkisi: Uluslararası piyasalara da açılmış olması, söz konusu ülkelerin finansal piyasalarını dışsal şoklara maruz bırakmış ve bölgede krizlerin arttığı dönemlerde ekonomik bunalımları ağırlaştırmıştır.

Sonuçta 1997 Temmuz'unda Tayvan'da başlayan daha sonra pek çok Asya ekonomisini etkisi altına alan kriz finansal liberalizasyon ile ilgili bir sonucun ortaya çıkmasını sağlamıştır. Buna göre finansal liberalizasyona bağlı olarak artan kısa vadeli sermaye akımları reel getirilerin önemini yitirerek spekülasyon güdülerin üretken yatırımlara baskın çıkması ve sermaye denetimini engellemesi ile birlikte sermaye piyasalarında krizlerin doğmasına neden olabilmektedir. Bu krizler ise kısa bir süre

---

<sup>130</sup> Eser, s.75

<sup>131</sup> Üçkaya, s.45

<sup>132</sup> Yayılma etkisi: Krizlerin veya şokların ülkeden ülkeye geçiş mekanizması ile yayılması veya genel olarak belli bir ülke kesidine yayılmasıdır.

sonra uluslararası nitelik kazanarak ulusal makro ekonomik politikalarındaki denetimi de güçleştirmektedir.

### 2.3 Latin Amerika Ülkeleri'nde Finansal Liberalizasyon Deneyimi

Latin Amerika'da finansal reformlar ilk olarak 1970'li yılların sonunda Şili, Uruguay ve Kolombiya'da başlatılmış, 1980'li yıllardan sonra hızlanmıştır. Latin Amerika'da (LA) uygulanan reformlar arasında finansal liberalizasyonun yanı sıra maliyeye ilişkin reformlar, ticari liberalizasyon, ticari stratejilerde ihracata yönelik uygulamaların teşvik edilmesi, stratejik ve ana mallar üzerindeki teşviklerin ve sübvansiyonların kaldırılması, kamu sermayeli girişimlerin özelleştirilmesi, sosyal güvenlik reformu ve yabancı sermaye yatırımları üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması da bulunmaktadır.

Finansal ve ticari reformlardan farklı olarak, sermaye giriş ve çıkışlarının serbestleşmesi Arjantin, Venezuela ve Peru gibi ülkelerde 1970'li yıllarda başlamıştır. Diğer LA ülkelerinde ise 1980'lerin başındaki borçlanma krizinden önce sermaye hareketlerinde serbestleşmeye gidilmemiştir. LA'da ancak 1980'lerin sonunda ciddi anlamda sermaye giriş ve çıkışlarında liberalizasyon gerçekleştirilmiştir. Bölge ülkeleri uzun yıllar aşırı fiyat kontrolleri, artan ücretler ve kamu harcamaları ve genişleyen para arzı şeklinde kendini gösteren popülist politikalara yer vermişlerdir. Zaman zaman IMF'nin de desteklediği talep yanlı, para arzı ve kamu harcamalarını kısıtlayıcı ve yüksek faiz oranlarının uygulandığı ortodoks istikrar politikaları da sürdürülmüştür.<sup>133</sup>

LA'de kazanılan deneyimler, tekrar eden finansal krizlerin sorumlusu olarak finansal liberalizasyonun kuvvetli bir bankacılık kanunu ile desteklenmemesinden kaynaklandığını göstermektedir.<sup>134</sup> Ortaya çıkışı, yayılması, ekonomik, mali ve sosyal etkileri, sona eriş süreci ve gelecekteki krizler için bıraktığı miraslar nedeniyle LA'da birçok ülkeyi etkisi altına alan 1994 krizi, yerleşik bazı kavramların yeniden

<sup>133</sup> A.Yaman , “Latin Amerika'da Ugulanan İstikrar Politikaları: Şili ve Meksika Örnekleri”, [www.borsa.net/makale](http://www.borsa.net/makale), 25.10.2005, s.3

<sup>134</sup> Morley, s.13

tartışılmasını gerekli hale getirmiştir.<sup>135</sup> Ekonomik kriz sonrası bazı ülkeler ne kriz öncesi ekonomik büyüme performanslarını yakalayabilmişler ne de IMF'nin önerdiği yapısal reformları tam anlamıyla uygulayabilmişlerdir.

Bölge'de finansal serbestleşme uygulamaları neticesinde, 1970'li yıllara göre, sermayenin kârlılığı işgücüne göre artmış, kamusal ve özel borçlar yükselmiştir.<sup>136</sup> 1980'li yılların sonunda finansal sektördeki gelişmeleri hızlanan Meksika, Arjantin ve Brezilya'nın yurt içi borçlanma seviyeleri de yükselmiştir. Olağanüstü yüksek faiz oranları yurt içi borçlanma maliyetini arttırırken, uluslararası bankalara olan düşük borç geri ödemelerine rağmen, kamu borçlarının GSMH'ya oranı sürdürülemez bir seviyeye ulaşmıştır.<sup>137</sup>

Nitekim Tablo 2'den de izlendiği gibi, Latin Amerika Ülkeleri'nde banka mevduatlarının ve kredilerinin aldığı pay diğer gelişmekte olan ülkelerin oldukça gerisinde kalmıştır. Bu durum karşısında etkili olamayan resmi finansal kuruluşların yerini zaman zaman gayri resmi finansal kuruluşların aldığı görülmüştür. Yeniden yapılanma çalışmalarının ardından, bankaların önceki yıllara göre kuvvet kazanması ile söz konusu gayri resmi kurumlar, resmi kurum sıfatı alarak faaliyetlerine devam etmişlerdir.

**Tablo 2 - 1987-2002Yılları Arasında Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Sektörünün Aracılık Gücü (%)**

	Banka Mevduatları			Banka Kredileri		
	Ortalama	En Yüksek	En Düşük	Ortalama	En Yüksek	En Düşük
LAÜ <sup>(1)</sup>	26,8	37,1	16,6	22,5	26,2	15,0
DGÜ <sup>(2)</sup>	42,5	67,0	33,1	45,8	59,9	24,8

Kaynak: A.Cartens, "Banking Crises in Latin America and The Political Economy of Financial Sector Policy", IMF Working Paper, 2004, s.9

- (1) Latin Amerika Ülkeleri  
(2) Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler

LA ülkelerinin deneyimleri de, Rusya'da olduğu gibi, yeterli şartlar hazır olmadan ve iyi uygulanmayan finansal serbestleşmenin krizlere yol açabileceği ve

<sup>135</sup> A.Öker, "Latin Amerika'da Bankaların Kredibilite Değeri ve Bankacılık Krizinin Çözümünde Merkez Bankalarının Rolü", *İktisat Dergisi*, Sayı:387, Şubat-Mart 1999, s.39

<sup>136</sup> \_\_\_\_\_, "United Nations Conference on Trade and Development: Trade and Development 1997", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi Raporu*, Eylül 1997, s.16

<sup>137</sup> McKinnon, *The Order of Economic Liberalization*, s.5

ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyeceği sonucunu bir kez daha göstermiştir. Diğer yandan Latin Amerika ülkelerinin de içlerinde bulunduğu bir grup ülke üzerinde yapılan bazı amprik araştırmalarda varılan sonuç; finansal serbestleşmenin ardından bir canlanma ve düşüş dönemi yaşandığını, aynı zamanda ortaya çıkan finansal kırılganlıkların meydana getirdikleri krizlere rağmen, daha hızlı büyümenin de sağlanabildiğini göstermiştir.<sup>138</sup>

Çalışmanın bu bölümünde, finansal serbestleşme deneyimi yaşayan Şili, Brezilya, Arjantin, Meksika, Venezüela alt başlıklar altında incelenmiştir. Brezilya, Arjantin ve Meksika; bölgedeki nüfus ve bölge GSMH'ında önemli paya sahip olmaları, Şili; ekonomik reform uygulamalarında öncü olması ve nihayet Venezuela ise; reform uygulamalarında bir diğer örnek olması amacıyla incelenmişlerdir.

### 2.3.1 Şili'de Finansal Serbestleşme Deneyimi

Şili finansal serbestleşme uygulamalarına ilk başlayan LA ülkesi olarak dikkat çekmektedir. Şili de, kredi ve mevduat faiz oranlarının tespit edilmesine yönelik liberalizasyon çalışmalarına 1974 yılında başlanmış, 1975 yılı ortalarında tamamlanmıştır. Ayrıca 1974 yılında öncelikli sektörlerle kullanılan selektif krediler büyük çoğunlukla ortadan kaldırılmış, 1976 yılında ise krediler üzerindeki miktar kontrolleri iptal edilmiştir.<sup>139</sup>

Yıllar itibariyle yapılan finansal liberalizasyon uygulamaları aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir;<sup>140</sup>

- 1975 yılında bankacılık sektörüne giriş önündeki engeller büyük ölçüde kaldırılmış,
- 1976 yılı başında faiz oranları tamamen serbest bırakılmış,
- 1976 yılı ortasında krediler üzerindeki miktar kontrolleri kaldırılmış,
- 1974 ve 1980 yılları arasında zorunlu likidite tutma oranları bir çok

<sup>138</sup> A.Tornell, F.Westermann, L.Martinez, "Liberalization, Growth and Financial Crises: Lessons from Mexico and the Developing World", **Brookings Panel on Economic Activity of September 5, 2003**, s.7

<sup>139</sup> Kaminsky, s.49

<sup>140</sup> F.Gallego, N.Loayza, "Financial Structure in Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects", **Centrak Bank of Chile**, 2000, s.6



mevduat tipi için azaltılmış,

- Sermaye hesaplarına getirilen açıklık 1975 ve 1980 yılları arasında gerçekleştirilmiş,
- Ayrıca finansal liberalizasyonun önemli tamamlayıcı unsurlarından olan özelleştirme uygulamalarına 1970'li yıllardan itibaren başlanmıştır.

Şili'nin ekonomik performansının görünümü 1980'lerin sonunda ve 1990'larda piyasaya yönelik başarılı uygulamalara örnek olarak gösterilmektedir. En büyük dikkati ise bankaların aracılık fonksiyonlarının ve hisse senetleri piyasasındaki sermayeleşmenin artışı ile finansal piyasalardaki gelişmeler çekmektedir.

Şili finansal piyasalarında reform uygulamalarının ardından incelendiğinde aşağıdaki gelişmeler ortaya çıkmıştır; (bkz. Tablo 4)

- a) Finansal liberalizasyonun başladığı 1974 yılında büyüme hızı 1970-2006 yılları arasında ortalama olarak iyi bir performans göstermiştir.
- b) Dikkat çeken önemli unsur, Şili'nin finansal liberalizasyon uygulamalarına bütçe fazlası vermeye başladığı ve istikrarlı bir fiyat düzeyine sahip olduğu bir dönemde başlamış olmasıdır. Diğer LA ülkelerine göre finansal liberalizasyondan daha olumlu sonuçlar elde etmesinde kuşkusuz kamu maliyesindeki ve kontrollü fiyat artışlarının avantajının önemli bir yeri vardır.
- c) Tam finansal serbestleşme uygulamalarına geçilmesinin ardından, 1990 yılında reel faiz oranı % 11,4'e çıkmıştır.
- d) 1991 yılından itibaren tasarruf / GSMH oranında % 3'lük artış olmuş, tasarruflar istikrarlı bir artış trendine girmiş, tasarruflar reel ekonomiye aktarılabilmiştir.

Şili'nin finansal liberalizasyon kapsamında bankaları ilgilendiren kanuni değişiklikler ile serbestleştirme çalışmaları, bankacılık sistemine getirilen yeni kurullarla da desteklenmek istenmiştir. Söz konusu kurullar; kredi değerliliği, bankaların denetlenmesi, finansal kuruluşların net değerlilikleri, banka sermaye yetersizlik oranları ve mevduatların garanti altına alınması konularını kapsamıştır.<sup>141</sup>

<sup>141</sup> S.J.Burki, G.E.Perry, **The Long March: A Reform Agenda For Latin America And The Caribbean in The Next Decade**, Washington, D.C.: World Bank, 1997, s.11

Şili başarılı olmakla birlikte finansal liberalizasyon sürecinde bazı aksamalar yaşamıştır. 1982 ve 1984 yılları arasında ekonomik kriz başgösterdiğinde, mevduat faiz oranları üzerine yeniden kontrol uygulanmaya başlanmıştır. Yurt içi mevduat hesabı sahipleri ve yurt dışı kreditorleri korumak amacıyla ticari bankalar tekrar ulusallaştırılmıştır. Böylece bankacılık sektöründeki kredi hacminin yarısına yakınına sahip olan bankaların da bulunduğu yirmibir bankaya müdahale edilmiştir. Bunlardan ondört bankanın likidite ihtiyaçları karşılanmış, geri kalan ise rehabilitasyona ve özelleştirilmeye tabi tutulmuştur.

**Tablo 3 -Şili'de 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler**

Yıllar	Büyüme Hızı	Faiz Oranları		Enflasyon	Reel Faiz Oranı <sup>(1)</sup>	Tasarruf /GSMH	Kredi /GSMH	Yatırım /GSMH	İşsizlik	Finansal Derinlik <sup>(2)</sup>	Bütçe Dengesi /GSMH <sup>(3)</sup>
		Mevduat	Krediler								
1970	-	-	-	-	-	14.7	17.6	15.4	-	-	-8.0
1971	8.2	-	-	-	-	12.3	31.5	14.7	-	-	-12.9
1972	-1.2	-	-	-	-	8.1	43.3	13.2	-	-	-7.4
1973	-5.9	-	-	-	-	5.0	64.3	12.9	-	-	-5.5
1974	1.0	-	-	-	-	20.3	44.3	17.2	-	-	0.1
1975	-15.3	-	-	-	-	7.2	60.4	18.4	-	-	1.4
1976	3.1	-	-	-	-	13.8	44.9	13.7	-	-	-1.1
1977	7.6	95	163	-	-	10.0	44.7	13.7	-	-	-0.1
1978	7.2	64	86	-	-	11.7	42.0	15.1	-	-	5.0
1979	6.7	45	62	-	-	11.8	44.9	15.4	-	-	5.6
1980	7.2	38	47	35.1	1.9	13.5	48.6	17.2	-	-	2.7
1981	6.3	41	52	19.7	17.7	7.9	53.6	19.5	-	-	-1.1
1982	-15.5	49	64	9.9	35.3	-1.3	98.9	16.4	-	-	-2.9
1983	-3.6	28	43	27.3	0.6	2.3	96.8	13.3	-	-	-3.3
1984	5.7	28	38	19.9	6.4	2.6	119.3	13.7	-	-	-2.6
1985	3.4	32	40	30.7	1.1	7.0	131.3	19.3	12.1	31.0	-1.0
1986	5.3	19	26	19.5	-0.4	11.0	121.7	19.2	8.8	30.7	2.1
1987	6.2	25	33	19.9	4.5	16.6	107.2	21.2	7.9	32.6	1.1
1988	6.8	15	21	14.7	0.4	21.5	92.3	22.1	6.3	33.1	1.6
1989	9.6	28	36	17	9.2	22.6	82.1	25.4	5.3	33.7	0.9

Tablo 3 (devam) - Şili'de 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler

Yıllar	Büyüme Hızı	Faiz Oranları		Enflasyon	Reel Faiz Oranı <sup>(1)</sup>	Tasarruf /GSMH	Kredi /GSMH	Yatırım /GSMH	İşsizlik	Finansal Derinlik <sup>(2)</sup>	Bütçe Dengesi /GSMH <sup>(3)</sup>
1990	3.6	40	49	26	11.4	22.6	77.5	24.6	5.7	33.9	1.6
1991	7.4	22	29	21.8	0.5	17.4	67.7	22.9	5.3	36.3	2.4
1992	10.9	18	24	15.4	2.5	15.8	64.6	25.8	4.4	38.4	2.1
1993	6.5	18	24	12.7	4.9	14.6	67.9	28.9	4.5	40.0	1.8
1994	5.4	15	20	11.4	3.3	13.7	63.3	27.8	5.9	40.4	2.7
1995	9.6	14	18	8.2	5.1	16.1	63.0	28.7	4.7	42.0	2.2
1996	6.9	13	17	7.4	5.7	22.4	60.4	27.3	5.4	41.4	1.9
1997	6.2	12	16	6.1	5.6	22.4	64.4	28.0	5.3	86.1	0.4
1998	3.1	15	20	5.1	9.3	21.3	67.4	26.8	7.2	87.6	-1.4
1999	-0.8	9	13	3.3	5.1	20.1	71.8	21.5	8.9	96.9	0.1
2000	4.3	9	15	3.8	5.2	19.9	75.2	21.6	8.3	100.8	-
2001	3.3	6	12	3.6	2.5	20.0	80.2	22.5	7.9	102.1	-
2002	2.1	4	8	2.5	1.3	19.8	81.2	22.3	7.8	100.9	-
2003	3.8	3	6	2.8	-0.1	19.9	78.1	22.5	7.4	97.9	-
2004	5.8	2	5	1.1	0.8	21.8	78.4	22.1	8.8	97.3	-
2005	6.0	4	7	3.1	0.8	22.1	77.8	24.4	8	98.2	-
2006	-	-	-	3,5*	-	-	-	-	-	-	-

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database

- (1) Reel faiz oranı,  $\{(1+\text{Nominal Mevduat Faiz Oranı}) / (1+\text{Enflasyon})\} - 1$  olarak hesaplanmıştır.  
(2) Finansal Derinliğin hesaplanması için M3 kullanılmıştır.  
(3) Bütçe Açığının Bulunduğu Yıllar "-" ile başlamaktadır.

1984 yılında mevduat faiz oranları büyük ölçüde yeniden liberalize edilmiş, bunun yanında bir ay vadeli mevduatlar için belirlenen gösterge niteliğindeki faiz oranları yerini korumuştur. 1985 yılında kredi faiz oranları yeniden liberalize edilmiş ve yeni bankacılık kanunu yürürlüğe konmuştur. Başarılı bir finansal liberalizasyon deneyimi yaşamasına karşın, daha sonra ortaya çıkan bu problemlerin nedenleri olarak: Finansal sistem içerisindeki kurumların kötü yönetimi ve uzun vadeli yatırım projelerini yine uzun vadeli yurt dışı kredilerle finanse etmiş olan bankaların bilanço kalemlerindeki vade ve kur uyumsuzluğundan doğan zararlar olarak gösterilmektedir.<sup>142</sup>

### **2.3.2 Brezilya'nın Finansal Liberalizasyon Deneyimi ve Finansal Piyasada Yaşanan Gelişmeler**

Brezilya finansal liberalizasyon sürecine 1976 yılında girmişse de, uygulamaların tamamlanması uzun sürmüştür. Brezilya'da uzun süre baskıcı yönetim anlayışı hüküm sürmüştür. Bunun nedeni ise kamu müdahalelerinin sonucunda çıkar sağlayan kesimlerin gelir kaybına uğrama korkularıdır. Nitekim Brezilya'da devletin hakimiyeti ile mücadele edilmesi ve müdahalelerin sınırlandırılmasına, devletten imtiyaz sağlayarak işlerini yürüten ayrıcalıklı özel sektör yöneticileri ve diğer yönetici sınıflar karşı gelmiştir.<sup>143</sup> Buna rağmen finansal liberalizasyon ile ilgili adımlar 1976 yılında başlayabilmiş ve mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki tavan kaldırılmıştır. Ancak 1979 yılında tekrar geriye dönülerek, faiz oranı tavanı uygulamasına yeniden başlanmıştır. Bu durum 1980'li yılların sonuna dek devam etmiştir. 1988 yılında ilk önce kredi faiz oranları, daha sonra da 1989 yılında mevduat faiz oranları libere edilmiştir.

Bu yıllarda yüksek enflasyon ile birlikte, faiz oranları serbest bırakıldığında % 200'lerin üzerinde pozitif reel faiz oranı ortaya çıkmıştır (bkz. Tablo 4). Tasarruf / GSMH oranı yükselmiş, ancak bunun yanında Tablo 4'de görüldüğü gibi, bütçe açığının GSMH'ya oranı % 16,6 gibi oldukça yüksek bir orana ulaşmıştır. Bütçe

<sup>142</sup> Gallego, s.7

<sup>143</sup> P.C.Roberts, K.L.Araujo, **The Capitalist Revolution in Latin Amerika**, New York: Oxford University Press, 1997, s.97

açığının bu denli yükselmesi aniden meydana gelmemiştir. Tablo 4'den de anlaşıldığı gibi 1985 yılından başlayarak bütçe açığı giderek artan bir sürece girmiştir.

1990 yılından sonra sermaye hesapları ve hisse senedi piyasası ile ilgili liberalizasyon çalışmalarına başlanmıştır. 1990 yılında belirli finansal kuruluşlar, yurt dışında tahvil ihrac etmek suretiyle fon sağlamaya yetkili kılınmışlardır. Aynı zamanda yurt dışında faaliyet gösteren Brezilya bankalarına orta ve uzun vadede mevduat sertifikası ihrac etme yetkisi verilmiştir. Yine 1990 yılında, sermaye çıkışlarının dereceli olarak serbestleştirilmesi kabul edilmiş ve 1991 yılında tamamlanmıştır. 1992 yılında yabancı fon sahipleri ve kurumsal yatırımcılara options ve future piyasalarında işlem yapabilme yetkisi verilmiştir.

1994 yılına gelindiğinde ise, Brezilya hükümeti yabancı kurumsal yatırımcıların faaliyetlerine ve yapılarına ilişkin yeni kısıtlamalar getirmiştir. Buna göre yurt dışı borçlanmalar ile ilgili olarak döviz transferlerinde vergi % 3'den % 7'ye çıkarılmıştır. 1996 yılında kısa vadeli sermaye girişlerini kısıtlayan şartlar belirlenmiştir. Buna göre, yurt dışı borçların yenilenmesinde, uzatılmasında ve yeniden kullanımda ortalama vade 24 aydan 36 aya çıkarılmıştır. Ayrıca 1996 yılında bankaların forward piyasalarında herhangi bir sınırlandırma olmadan döviz alıp satmalarına izin verilmiştir. 1997 yılından sonra yurt dışından sağlanan kredilerde ve sermaye girişlerinde sınırlandırmalar azaltılmaya başlamıştır. 1997 yılında yeni yurt dışı borçlanmalarında vade sınırı üç yıldan bir yıla, vergi oranı ise %2'ye indirilmiştir.<sup>144</sup>

Tablo 4'den çıkarılan sonuca göre, tam finansal liberalizasyonun ardından ekonomik büyüme hızlanmış olmakla birlikte, beraberinde enflasyon ve bütçe açığı yükselmiştir. Yıllar boyunca genellikle pozitif reel faiz hakim olmakla birlikte, özellikle liberalizasyon uygulamalarının hızlandığı dönemlerde yüksek oranlara ulaşmıştır. Bu ise bütçe dengesini bozan bir diğer etkidir. Sonuç olarak Brezilya'da finansal serbestleşme uygulamalarında zaman zaman geriye dönüşler yaşanmış, istikrarlı bir politika sürdürülememiş, bütçe açıklarının önüne geçilememiş ve dolayısıyla yeterli bir büyüme hızına ulaşamamıştır.

---

<sup>144</sup> Kaminsky, s.48

Tablo 4 - Brezilya'da 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler

Yıllar	Büyüme Hızı	Faiz Oranları		Enflasyon	Reel Faiz Oranı <sup>(1)</sup>	Tasarruf /GSMH	Kredi /GSMH	Yatırım /GSMH	İşsizlik	Finansal Derinlik <sup>(2)</sup>	Bütçe Dengesi /GSMH <sup>(3)</sup>
		Mevduat	Krediler								
1970	-	-	-	-	-	24.1	23.5	24.2	-	25.3	-0.6
1971	11.3	-	-	-	-	23.6	24.3	25.1	-	25.1	-0.9
1972	12.0	-	-	-	-	23.6	29.3	25.5	-	28.4	-0.4
1973	13.9	-	-	-	-	23.8	29.2	26.1	-	30.3	0.3
1974	8.1	-	-	-	-	22.5	30.1	28.2	-	29.5	1.2
1975	5.2	-	-	-	-	21.0	33.4	24.6	-	33.2	-0.5
1976	10.2	-	-	-	-	18.9	34.0	22.9	-	32.8	-0.2
1977	4.9	-	-	-	-	19.6	34.8	21.8	-	30.9	-0.9
1978	5.0	-	-	-	-	23.3	27.5	21.9	-	30.8	-1.7
1979	6.8	-	-	-	-	22.5	30.6	22.7	-	29.9	-0.6
1980	9.2	115.0	-	132.6	-7.6	17.7	28.4	23.7	-	27.1	-2.5
1981	-4.2	108.0	-	101.7	3.1	18.1	28.3	24.1	-	33.6	-2.6
1982	0.8	156.1	-	100.5	27.7	13.8	29.4	23.0	-	34.6	-2.7
1983	-2.9	154.6	-	135	8.3	10.7	36.0	19.8	-	36.9	-4.5
1984	6.4	267.6	-	192.1	25.9	11.8	31.0	17.6	4.3	43.7	-5.4
1985	7.5	295.4	-	226	21.3	19.3	32.9	20.2	3.4	47.3	-11.7
1986	7.0	109.5	-	147.1	-15.2	17	47.7	19.9	2.4	34.3	-13.9
1987	3.4	401.0	-	228.3	52.6	22	65.5	23.1	3.6	53.3	-12.5
1988	-0.1	859.4	-	629.1	31.6	24	128.7	23.7	3.8	55.8	-15.8
1989	4.0	5,845.0	-	1430.7	288.4	45.6	152.5	25.5	3.0	53.3	-16.6

Tablo 4 (devam) - Brezilya'da 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler

Yıllar	Büyüme Hızı	Faiz Oranları		Enflasyon	Reel Faiz Oranı <sup>(1)</sup>	Tasarruf /GSMH	Kredi /GSMH	Yatırım /GSMH	İşsizlik	Finansal Derinlik <sup>(2)</sup>	Bütçe Dengesi /GSMH <sup>(3)</sup>
1990	0.4	9,394.3	-	2947.7	211.5	17.3	88.0	18.2	3.7	25.7	-6.1
1991	1.0	913.5	-	477.4	75.5	33.3	88.1	18.6	-	37.4	-0.4
1992	-0.5	1,560.2	-	1022.5	47.9	19.5	120.1	18.8	6.5	62.0	-3.9
1993	4.9	3,293.5	-	1927.4	67.4	19.7	152.0	19.8	6.2	85.6	-9.6
1994	5.9	5,175.2	-	2075.8	142.5	20.8	63.6	21.1	5.1	45.0	-6.2
1995	4.2	52.2	-	66	-8.3	19.0	42.9	20.9	6.1	35.4	-
1996	2.7	26.4	-	16	9.0	17.4	43.2	19.6	7.0	37.3	-
1997	3.3	24.4	78.2	6.9	16.3	17.1	46.6	20.3	7.8	39.9	-7.5
1998	0.1	28.0	86.4	3.2	24.0	16.6	61.1	20.2	9.0	42.1	-7.9
1999	0.8	26.0	80.4	4.9	20.1	15.1	59.1	19.6	9.6	49.9	-
2000	4.4	17.2	56.8	7.1	9.4	17.1	54.4	19.9	9.2	52.1	-
2001	1.3	17.9	57.6	6.8	10.4	16.4	62.7	20.2	9.4	54.2	-
2002	1.9	19.1	62.9	8.4	9.9	18.0	66.3	19.1	9.2	53.2	-
2003	0.5	22.0	67.1	14.8	6.2	19.8	61.9	18.4	9.7	55.9	-
2004	4.9	15.4	54.9	6.6	8.3	22.7	57.3	20.3	11.5	57.9	-
2005	2.3	17.6	55.4	6.9	10.0	21.8	58.4	20.6	9.8	62.2	-
2006	-	-	-	4,5 *	-	-	-	-	-	-	-

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database

- (1) Reel faiz oranı,  $\{(1+\text{Nominal Mevduat Faiz Oranı}) / (1+\text{Enflasyon})\} - 1$  olarak hesaplanmıştır.  
(2) Finansal Derinliğin hesaplanması için M3 kullanılmıştır.  
(3) Bütçe Açığının Bulunduğu Yıllar "-" ile başlamaktadır.



### 2.3.3 Arjantin'in Finansal Serbestleşme Deneyimi

Arjantin ekonomisi 1960 ve 1991 yılları arasında çeşitli zamanlarda yedi adet ekonomik kriz geçirmiş ve çözüm için aynı sayıda istikrar programlarını uygulamaya koymuştur.<sup>145</sup> Hemen her ekonomik krizin ardında yatan en önemli nedenlerden biri, yüksek miktarda bütçe açığını finanse etmeye çalışan Arjantin Hükümeti'nin sürekli borçlanma stratejisi olmuştur.

1977 yılında kredi kontrolleri ve kredi ve mevduat faiz oranları üzerindeki sınır kaldırılmıştır. 1980 yılına dek gerçekleştirilen programlar ve alınan önlemlere karşın, hem iç hem de dış nedenlerden dolayı makro ekonomik istikrar bir türlü elde edilememiştir. Süreklilik gösteren bu durumun, 1980'li yılların başında aldığı görünüm, ödenemeyen kamu borçları, hiperenflasyon ve kişi başına düşen gelirin hızla azalmasıdır. Bu dönemde bankacılık sisteminin başlıca sorunları ise, mobilitesi düşük mevduat hacmi, kıt kredi kullanımları, kamu bankalarının hakimiyetidir.<sup>146</sup> Bu durum makro ekonomik istikrarsızlıklar, hızlı sermaye çıkışları ve sınırlı finansal aracılık hizmetleri ile bir araya geldiğinde çeşitli zamanlarda finansal piyasalarda krizlere neden olmuştur.

1982 yılında ekonomiden sorumlu yetkililer finansal reform paketi sunarak faizleri reel anlamda negatif oranlara düşürmüşler ve kredi kontrolleri büyük ölçüde geri gelmiştir.<sup>147</sup> 1981 yılında % 25,7 pozitif reel faiz oranı, 1982 yılında % -14,6'ya düşmüştür (bkz. Tablo 5). 1987 yılında yurt içi faizlerdeki sınırlandırmalara yeniden son verilmiştir. Krizlerden yıpranan finansal sistemin, özellikle de bankaların, kırılganlıklarını önlemeye yönelik sıkı bir denetim ve regülasyon programları uygulanmıştır. Ulusal düzeyde krediler üzerinde devam eden kontroller 1994 yılına kadar dereceli olarak kaldırılmıştır.

<sup>145</sup> B.Hacıhasanoğlu, "Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi", **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 2005, s. 48

<sup>146</sup> A.G.Herrero, "Banking Crises in Latin America in the 1990s: Lessons from Argentina, Paraguay and Venezuela", **IMF Working Paper**, WP/97/140, 1997, s.19

<sup>147</sup> Kaminsky, s.48

1990'lı yıllara gelindiğinde Arjantin hükümeti ekonomide reform hareketlerini hızlandırma ihtiyacı duymuştur. Kuşkusuz Arjantin'in istikrar programları içerisinde en önemlisi *Konvertibilite Planı* (Plan) olarak bilinen önlemler paketidir. Arjantin'in ekonomi tarihinde en ciddi ve kapsamlı reform hareketlerini kapsayan plan, ismini Konvertibilite'den almış olmasına karşın çok daha geniş bir alanı kapsamıştır. Tam konvertibiliteye geçiş ve sabit döviz kuru uygulaması ile birlikte diğer tüm makroekonomik unsurları kapsayan plan, 1991 yılının başında uygulanmaya konmuştur.

Plan'ın içerdiği sıkı kurallar, özel bankaları ve genel olarak tüm bankacılık sistemini disiplin altına alarak, Arjantin ekonomisini krizlerden korumayı amaçlamıştır.<sup>148</sup> Plan'ın etkileri hızlı bir şekilde hissedilmiş, enflasyon artış hızı düşmüş, ekonomik büyüme hızlanmış ve hisse senetleri piyasası büyük bir gelişim göstermiştir.<sup>149</sup> Tablo 5'de de görüldüğü üzere; 1991 yılında enflasyon oranı azalma eğilimine girmiş, % 40'lara varan negatif reel faiz uygulaması nedeniyle tasarruf/GSMH oranı % 7,8'e kadar gerilemiştir.

Arjantin'de, bankacılık sektörünün 1/3'ünü oluşturan ve toplam mevduatların 1/4'ünü elinde bulunduran ve reform öncesi kurulan eyalet bankalarının özelleştirme veya kapatma kararı federal kanunların değil, yerel kanunların onayına bağlanmıştır.<sup>150</sup> Bu durum Arjantin Hükümeti'nin bankalara yaptırım gücünü zayıflatmıştır. Plan'ın ardından finansal piyasalar rekabete açılmış ve sermaye hareketleri karşısındaki engeller kaldırılarak yabancı sermaye girişleri başlamışsa da, sektörün önemli bir bölümünde kamunun hakimiyeti devam etmiş ve bu yolla sisteme verimsizlik ve katılık enjekte edilmeye devam etmiştir. Arjantin finansal piyasasının durumu böyle iken, 1992 yılı itibarıyla kredi ve yatırımlarda çarpıcı bir gelişme yaşanmamıştır (bkz. Tablo 5).

<sup>148</sup> The World Bank, "Argentina Financial Sector Review", **Document of The World Bank**, Report No: 17864-AR, September 1998, s.6

<sup>149</sup> Roberts, s.44

<sup>150</sup> Ö.Derici, "Arjantin'de Bankacılık Reformu", [www.borsanet.net/makale](http://www.borsanet.net/makale), 19.10.2005, s.1

Tablo 5 - Arjantin'de 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler

Yıllar	Büyüme Hızı	Faiz Oranları		Enflasyon	Reel Faiz Oranı <sup>(1)</sup>	Tasarruf /GSMH	Kredi /GSMH	Yatırım /GSMH	İşsizlik	Bütçe Dengesi /GSMH <sup>(2)</sup>
		Mevduat	Krediler							
1970	-	-	-	-	-	11.1	37.8	22.2	-	-
1971	3.8	-	-	-	-	7.7	37.3	23.1	-	-
1972	2.1	-	-	-	-	19.0	32.0	19.0	-	-
1973	3.7	-	-	-	-	11.4	40.6	17.1	-	-3.1
1974	5.4	-	-	-	-	18.1	41.4	18.4	-	-12.5
1975	-0.6	-	-	-	-	24.5	39.6	25.9	-	-12.1
1976	0.0	-	-	-	-	29.9	27.9	26.9	-	-9.0
1977	6.4	115.4	-	-	-	29.1	36.2	27.2	-	-4.3
1978	-3.2	131.7	-	-	-	26.6	40.2	24.4	-	-3.8
1979	7.0	117.3	-	-	-	21.9	42.8	22.7	-	-3.1
1980	1.5	79.6	-	100.8	-10.6	-3.2	45.2	25.3	-	-4.3
1981	-5.4	157.1	-	104.5	25.7	-7.6	69.0	22.7	-	-7.7
1982	-3.2	126.2	-	164.8	-14.6	-13.9	74.5	21.8	-	-6.8
1983	4.1	281.3	-	343.8	-14.1	-19.1	81.5	20.9	-	-13.3
1984	2.0	396.8	-	626.7	-31.6	-15.7	67.9	20.0	3.8	-6.2
1985	-6.9	630.0	-	672.2	-5.5	17.3	34.6	17.6	5.3	-5.7
1986	7.1	94.7	-	90.1	2.4	19.5	32.8	17.5	4.4	-2.4
1987	2.6	175.9	-	131.3	19.3	14.1	50.5	19.6	5.3	-2.9
1988	-1.9	371.8	-	343.0	6.5	19.2	43.9	18.6	5.9	-1.4
1989	-6.9	17,235.8	-	3,079.5	445.2	17.4	83.8	15.5	7.3	-0.7

Tablo 5 (devam) - Arjantin'de 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler

Yıllar	Büyüme Hızı	Faiz Oranları		Enflasyon	Reel Faiz Oranı <sup>(1)</sup>	Tasarruf /GSMH	Kredi /GSMH	Yatırım /GSMH	İşsizlik	Bütçe Dengesi /GSMH <sup>(2)</sup>
1990	-1.8	1,517.9	-	2,314.0	-33.0	18.3	32.9	14.0	9.2	-0.3
1991	10.6	61.7	-	171.7	-40.5	15.0	23.1	14.6	6.0	-0.5
1992	9.6	16.8	-	24.9	-6.5	14.2	22.7	16.7	7.0	0.0
1993	5.7	11.3	-	10.4	0.9	16.0	26.3	19.1	9.0	-0.7
1994	5.8	8.1	-	4.2	3.7	15.5	27.0	19.9	12.0	-0.7
1995	-2.8	11.9	17.8	3.4	8.2	16.3	28.4	17.9	16.0	-0.6
1996	5.5	7.4	10.5	0.2	7.1	17.0	28.8	18.1	16.6	-2.0
1997	8.1	7.0	9.2	0.5	6.4	16.5	31.0	19.4	13.4	-1.5
1998	3.9	7.6	10.6	0.9	6.6	16.0	33.3	19.9	12.1	-1.4
1999	-3.4	8.0	11.0	-1.2	9.4	13.5	36.5	18.0	13.5	-2.9
2000	-0.8	8.3	11.1	-0.9	9.3	14.3	35.4	16.2	14.7	-2.5
2001	-4.4	16.2	27.7	-1.1	17.5	14.0	38.3	14.2	18.1	-3.3
2002	-10.9	39.2	51.7	25.9	10.6	19.7	66.6	12.0	17.5	-1.2
2003	8.8	10.2	19.1	13.4	-2.9	19.4	53.8	15.1	16.8	0.1
2004	9.0	2.6	6.8	4.4	-1.7	20.2	48.2	19.1	13.6	2.2
2005	9.2	3.8	6.2	9.6	-5.3	23.3	39.6	21	11.6	-
2006	8	-	-	12,3*	-	-	-	-	-	-

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database

- (1) Reel faiz oranı,  $\{(1+\text{Nominal Mevduat Faiz Oranı}) / (1+\text{Enflasyon})\} - 1$  olarak hesaplanmıştır.  
(2) Bütçe Açığının Bulunduğu Yıllar "-" ile başlamaktadır.

Plan'ın ve ilave olarak yapılan özelleştirmelerin ardından uluslararası sermayenin tercih ettiği ülkelerden biri olan Arjantin'e, bu olumlu ortamın etkisiyle sıcak para girişi hızlanmış, tüketim canlanmış ve ekonomik büyüme hızlanmıştır. Ancak 1991 yılında yüksek oranlı borçlanma politikasına devam edildiyse de, 1991-1995 yılları arasında Arjantin ekonomisinin hızla büyümesi nedeniyle kamu borç yükü fazla göze batmamıştır.<sup>151</sup> Arjantin'de 1994 yılında yaşanan kriz önemli sonuçları nedeniyle ayrı başlık altında incelenmiştir.

### 2.3.3.1 Arjantin Finansal Sisteminde 1994 Yılından Sonra Yaşanan Gelişmeler

1994 yılından itibaren Meksika'da meydana gelen ekonomik kriz Arjantin'den uluslararası sermayenin çıkışını hızlandırmış, bankacılık sektörünün mevduatlarında hızlı bir düşüş yaşanarak finansal sistemin kırılganlığı yükselmiştir. Mevduat sigortasının bulunmadığı, finansal sistemin bölünmüş ve verimsiz olduğu bir durumda yaşanan bu sıkıntı sonucunda bankacılık sektöründen hızlı mevduat çıkışları yaşanmış, bu ise finansal derinliği olumsuz etkilemiştir. Arjantin'in krize karşı gösterdiği reaksiyon, uzun dönemli kredibilitesi ve özellikle finansal sektör ile ilgili kararları konusunda güçlü sinyaller vermiştir.<sup>152</sup>

Krizin ardından bankacılık sistemi üzerindeki baskılar daha da artmış ve sıkı reform uygulamalarına geçilmiştir. Söz konusu reform hareketlerinin stratejisi, korumacılık ve devletçiliği teşvik eden kurumları ortadan kaldırarak, kamu müdahale alanını daraltmak suretiyle makroekonomik kurallarda değişiklik yapmak olmuştur.<sup>153</sup> Böylece denetimlerin arttırılmasına, özelleştirmenin hızlandırılmasına, likidite pozisyonlarının güçlendirilmesine ve bankaların birleşmeleri suretiyle kuvvetlendirilmesine çalışılmıştır. Tüm bu değişiklikler ile birlikte Arjantin bankacılık sistemi üzerinde uygulanan regülasyonların diğer ülkeler ile kıyaslandığında en disiplinlilerinden biri olduğu kabul edilmektedir. 1995 yılında yaşanan krizin ardından Arjantin Merkez Bankası'nın bankacılık sistemini sıkı denetim altına alması ile krizler karşısındaki kırılganlığını azaltma çabaları sonucunu

<sup>151</sup> S.Erbaş, "Arjantin Krizinin Kronolojik İncelenmesi", **İktisat, İşletme ve Finans**, Yıl:17, Sayı:191, 2002, s.26

<sup>152</sup> The World Bank, "Argentina Financial Sector Review", s.8

<sup>153</sup> The World Bank, "Argentina Financial Sector Review", s.2

vermiş ve Dünya Bankası tarafından yapılan değerlendirmede dünyanın en güçlü bankacılık sistemi içerisinde Arjantin’de yer almıştır.

Arjantin’in finansal serbestleşme uygulamalarında birçok kez geri dönüşler yaşanmış, ancak daha çok ekonomik krizler finansal piyasaları önemli ölçüde etkilemiştir. Arjantin’in güçlü bankacılık sektörüne sahip olmasına karşın, finansal piyasalarda serbestleşme politikalarının mali disiplin sağlanmadan uygulanması ekonomik krizleri önemli ölçüde tetiklemiştir.

### 2.3.4 Meksika’da Finansal Serbestleşme Deneyimi

1970’li yıllardan itibaren Meksika’nın petrol krizi nedeniyle içine düştüğü borç krizi yıllar boyunca yaşayacağı ekonomik sorunların başlangıcı olmuştur.<sup>154</sup> Bu olumsuzluklar 1980’li yıllara doğru finansal piyasaları önemli bir şekilde etkilemiştir. 1980’li yıllarda Meksika’nın bankacılık sisteminin özellikleri şunlardır;<sup>155</sup>

1. Bankalar benzer LA ülkelerine göre nispeten küçüktür ve aktiflerinin sadece üçte birinden de az bir miktarı özel sektörün finansman ihtiyacını karşılamakta kullanılmaktadır.
2. 1980’ler boyunca bankalar daha çok kamu açıklarının finansmanına kaynak aktarmış, sonuçta aracılık fonksiyonunu tam anlamıyla yerine getirememişlerdir.
3. Üstelik kullanılan kredilerden bazıları ise politik amaçlar doğrultusunda kullanılmıştır.

1981 yılından başlayarak 1990 yılına dek Meksika’nın bütçe açığı /GSMH oranı giderek yükselmiş, 1987 yılında % 14,2’ye çıktıktan sonra dereceli olarak gerilemiştir (bkz. Tablo 6). 1982 ve 1988 yılları arasında hükümet kamu açıklarını finanse edebilmek için yurt içi bankacılık sektörü üzerindeki rezerv tutma

<sup>154</sup> Hacıhasanoğlu, s.21

<sup>155</sup> S.Haber, “Why Institutions Matter: Banking and Economic Growth in Mexico”, [www.nd.edu](http://www.nd.edu), 26.02.2004, s.23

yükümlülük oranını oldukça yükseltmiştir.<sup>156</sup> Zorunlu rezerv tutma oranı parasal büyüme hızını kısıtlamada politik bir enstrüman olarak kullanılmıştır.

Meksika hükümetinin bütçe açığının finansmanında bankacılık sektörüne ağırlık vermesinin nedeni diğer finansal kuruluşların yeterince gelişme göstermemiş olmasıdır. Yine söz konusu dönemde, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Meksika'da da mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki tavan uygulamaları da önemli bir rol üstlenmiştir. Böylece tasarruflara uygulanan düşük faiz oranları, kredi kullandırmalarında da düşük faiz oranı sunma imkanı tanımıştır. Nitekim 1982 – 1988 yılları arasında yüksek negatif reel faiz oranları göze çarpmaktadır (bkz. Tablo 6).

Reel faiz oranının % - 27,5 olduğu 1988 yılında, tasarruf/ GSMH oranı % 7,6 olarak son yılların en düşük seviyesine inmiştir. Tablo 6'ya bakıldığında, düşük reel faiz nedeniyle krediler / GSMH oranının genellikle yüksek çıktığı görülmektedir. Ancak kredilerin dağılımının uzunca zaman Meksika Hükümeti'nin kontrolü altında olması yatırımlar / GSMH oranının benzer gelişmeyi göstermesini engellemiştir. Tüm bu gelişmelerin etkisi ile, 1987 yılında da düşük olan büyüme hızı 1988 yılında gerilmeye devam etmiştir. Sonuçta negatif reel faiz oranı tasarruf hacmini olumsuz etkilediği gibi, büyüme hızının da düşük çıkmasına etkili olmuştur.

Meksika Hükümeti'nin baskıcı tutumu yüksek rezerv tutma zorunluluğu ve faiz oranları üzerindeki kontrollerin artırılması şeklinde görülmüştür. Böylece uzunca bir süre Meksika'da finansal piyasalara yönelik politikalar, banka kaynaklarının kamunun da dahil olduğu belirli sektörlerle aktarılmasını sağlamaya yönelik uygulanmıştır.<sup>157</sup> Meksika'nın finansal politikalarının belli başlı finansal baskı unsurlarını taşıması, bu konudaki çalışmalarda örnek durum olarak gösterilmesine ve ders notlarına girmesine neden olmuştur.<sup>158</sup>

<sup>156</sup> G.R.Gelos, A. M.Werner, "Financial Liberalization, Credit Constraints and Collateral: Investment in the Mexican Manufacturing Sector", **IMF Working Paper Series**, No: 25, 1999, s.3

<sup>157</sup> W.C.Gruben, R.McComb, "Liberalization, Privatization And Crash: Mexico's Banking System in the 1990s", **Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review**, First Quarter 1997, s.23

<sup>158</sup> Gelos, s.4

1982 yılı krizi sonrasında IMF destekli ekonomik programı sürdürmeye başlayan Meksika'ya önerilen istikrar paketi içerisinde, finansal piyasaların geliştirilmesi ve ekonominin çeşitli alanlarında liberalizasyon hareketlerinin başlatılması da yer almıştır. 1990 yılına gelindiğinde onsekiz banka kamu sermayeli olma özelliğini korurken, diğerleri yeniden özelleştirilmiştir. 1985 yılında yeni bir kriz sonrasında Meksika hükümeti bir takım reform kararları almaya karar vermiştir. Kamu müdahalelerine bir sınır getirilmesi de alınan bu reform kararları içerisinde yer almaktadır.

#### **2.3.4.1 Meksika Finansal Sisteminde Tam Serbestleşme ve Sonrasında Yaşanan Gelişmeler**

1988 ve 1989 yıllarında başlayan finansal serbestleşmenin ardından, Meksika finansal sisteminde hızlı bir değişim başlamıştır. Genel olarak ekonomik yapıda gerçekleşen bu değişimler ekonomik faaliyetler ve büyüme üzerinde derin bir etki bırakmıştır. Büyüme üzerinde tespit edilen bu etki kaynağını her türdeki firmalar ve sektörlere kullanılan kredi olanaklarının artmasından almaktadır. Ayrıca özel sektörün tasarruflarını ve yatırımlarını değerlendirmede bankalar kadar hisse senedi piyasasının ve banka dışı finansal kurumların da etkili olmaya başlaması ile Meksika'nın finansal görünümü son yirmi yılda önemli değişikliğe uğramıştır.<sup>159</sup> Meksika'daki liberalizasyon uygulamalarının eksik kalan tarafı, çok fazla ihtiyaç duyulan kanuni düzenlemeler ve yapısal reformlar ile desteklenmemesidir.

---

<sup>159</sup> M.Copelman, "Financial Structure and Economic Activity in Mexico", **Center of Analysis and Economic Research ITAM**, 2000, s.35



**Tablo 6 - Meksika'da 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler**

Yıllar	Büyüme Hızı	Faiz Oranları		Enflasyon	Reel Faiz Oranı <sup>(1)</sup>	Tasarruf /GSMH	Kredi /GSMH	Yatırım /GSMH	İşsizlik	Finansal Derinlik <sup>(2)</sup>	Bütçe Dengesi /GSMH <sup>(3)</sup>
		Mevduat	Krediler								
1970	-	-	-	-	-	20.8	43.5	20.0	-	-	-
1971	4.2	-	-	5	-	19.2	44.7	18.0	-	-	-
1972	8.5	-	-	5	-	19.6	45.3	19.0	-	-	-
1973	8.4	-	-	12	-	20.3	43.9	19.3	-	-	-
1974	6.1	-	-	24	-	21.0	41.9	19.9	-	-	-
1975	5.6	-	-	15	-	21.0	43.7	21.4	-	-	-
1976	4.2	9.9	-	16	-	20.9	48.8	21.0	-	-	-
1977	3.4	10.1	-	29	-	22.9	47.9	19.6	-	-	-
1978	8.3	11.0	-	17	-	23.0	46.9	21.1	-	-	-
1979	9.2	15.6	-	18	-	24.7	46.9	23.4	-	-	-
1980	8.3	22.4	-	26.5	-3.2	24.9	43.8	27.2	-	-	-3.0
1981	8.5	28.1	-	27.9	0.2	25.0	48.6	26.3	-	-	-6.5
1982	-0.6	41.1	-	58.9	-11.2	27.7	66.3	23.0	-	-	-12.0
1983	-3.5	59.9	-	101.9	-20.8	30.3	55.0	17.5	-	-	-8.1
1984	3.4	51.4	-	65.4	-8.5	27.5	50.0	18.0	-	-	-7.2
1985	2.2	57.7	-	57.7	0.0	25.9	50.1	19.2	-	32.8	-7.5
1986	-3.1	78.4	-	86.2	-4.2	22.0	64.9	19.6	-	40.8	-13.1
1987	1.7	95.0	-	131.8	-15.9	25.3	58.7	18.5	-	41.6	-14.2
1988	1.3	55.2	-	114.2	-27.5	24.0	38.5	18.5	2.5	29.4	-8.9
1989	4.2	33.4	-	20	11.1	22.9	39.7	17.2	-	34.9	-4.6

Tablo 6 (devam) - Meksika'da 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler

Yıllar	Büyüme Hızı	Faiz Oranları		Enflasyon	Reel Faiz Oranı <sup>(1)</sup>	Tasarruf /GSMH	Kredi /GSMH	Yatırım /GSMH	İşsizlik	Finansal Derinlik <sup>(2)</sup>	Bütçe Dengesi /GSMH <sup>(3)</sup>
1990	5.1	30.4	-	26.7	2.9	22.0	37.3	17.9	n.a.	37.6	-2.5
1991	4.2	18.0	-	22.7	-3.9	20.4	37.8	18.7	2.2	37.7	2.9
1992	3.6	15.9	-	14.4	1.3	18.3	40.4	19.6	-	37.9	4.2
1993	2.0	16.7	17.7	9.5	6.6	17.1	41.1	18.6	2.4	43.1	0.5
1994	4.4	15.0	19.3	8.3	6.2	16.9	49.1	19.4	-	46.3	0.0
1995	-6.2	39.8	59.4	37.9	1.4	22.5	49.6	16.2	4.7	42.7	-0.5
1996	5.2	26.4	36.4	30.7	-3.3	25.2	37.4	17.9	3.7	40.6	-0.2
1997	6.8	16.4	22.1	17.7	-1.1	25.8	53.1	19.5	2.6	41.6	-1.1
1998	5.0	15.5	26.4	15.4	0.0	22.2	50.5	20.9	2.3	43.9	-1.4
1999	3.8	11.6	23.7	15.1	-3.0	21.9	48.2	21.2	1.8	44.6	-1.6
2000	6.6	8.3	16.9	12.1	-3.4	21.8	42.1	21.4	1.6	43.0	-1.3
2001	0.0	6.2	12.8	5.8	0.4	18.6	41.8	20.0	1.8	47.5	-0.7
2002	0.8	3.8	8.2	7	-3.0	18.8	42.7	19.3	2.0	48.7	-1.8
2003	1.4	3.1	7.0	8.5	-5.0	18.9	40.4	18.9	2.4	50.1	-1.1
2004	4.2	2.7	7.4	7.4	-4.4	20.0	37.0	19.6	2.7	50.2	-1.0
2005	2.8	3.5	9.7	5.4	-1.8	20.2	35.3	19.3	3.6	53.6	-0.7
2006	-	-	-	3,5*	-	-	-	-	-	-	-

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database; OECD Factbook

- (1) Reel faiz oranı, nominal mevduat faiz oranı - Enflasyon olarak hesaplanmıştır.  
(2) Finansal Derinliğin hesaplanması için M3 kullanılmıştır.  
(3) Bütçe Açığının Bulunduğu Yıllar "-" ile başlamaktadır.

Finansal sistem üzerindeki baskıların yumuşatılmasının ardından gözlemlenen olumlu gelişmelerin liberalizasyon uygulamasını haklı çıkardığı şeklinde yorumlanmıştır. Söz konusu olumlu gelişmeler şunlardır;<sup>160</sup>

1. Liberalizasyon uygulamasının ardından bütçe açığı giderek azalmıştır (bkz. Tablo 6),
2. Serbestleştirilen uluslararası sermaye girişi, giderek azalan kamu açıklarının giderilmesinde hükümete ek bir finansman kaynağı olmuştur,
3. Liberalizasyonun ardından sonra enflasyon giderek azalmıştır (bkz. Tablo 6).

Ancak bu olumlu gelişmelerin ardından 1995 yılında enflasyon oranı 26 puan artarken, pozitif reel faiz oranı düşmüş ve hemen ardından tekrar bütçe açığı ortaya çıkmıştır (bkz. Tablo 6). Uygun kanuni düzenlemeler gerçekleştirilmeden yapılan finansal liberalizasyon sonucunda meydana gelen sermaye girişleri, kredi hacminde önemli artış, yatırım araçları fiyatlarındaki hızlı yükseliş, tüketimde patlama ve son olarak da finansal sektörde meydana gelen sorunlar Meksika ekonomisini krize hazırlamıştır.<sup>161</sup>

Gelişmiş ülkelerde finansal derinleşmenin artması olumlu bir gösterge iken, Meksika ekonomisi için bu durum krize yol açan nedenlerden biri olmuştur. Sonuçta Meksika’da yaşanan sorunlar, ekonomik krizin sadece bütçe açıkları ya da cari açık gibi sermaye akımlarından kaynaklı dengesizlikler sonucu değil, finansal kırılganlıklardan da kaynaklanabileceğini gösteren bir durumdur.<sup>162</sup> 1990’lı yıllar boyunca Meksika’nın yıllık büyüme oranı diğer bazı liberalize olmuş ekonomilerin altında kalmıştır.<sup>163</sup> Meksika’nın ekonomisindeki yavaş büyümeyi açıklayan başlıca nedenlerden biri olarak, firmaların ve hanehalklarının yetersiz finansmanı gösterilmektedir.

Finansal sistemin yeniden düzenlenmesi için 1998 ve 1999 yılları arasında bir kez daha büyük bir finansal reform paketi kabul edilmiştir. Sonuçta finansal

---

<sup>160</sup> Copelman, s.8

<sup>161</sup> Burki, s.9

<sup>162</sup> Hacıhasanoğlu, s.41

<sup>163</sup> Tornell, s.26

sistemin etkinliği ve kârlılığı artmış, yeniden sermayeleşme süreci yaşanmıştır.<sup>164</sup> Kurumlar daha fazla sermayeleşme ve gerekli karşılıkları da içeren sıkı bir denetim ve regölasyon çerçevesi ile karşılaşmışlardır. Bundan sonra Meksika bankacılık sistemi olumlu bir reform deneyimi geçirmesine karşın, halen büyüme hızı, tasarruf/GSMH oranı ve Yatırım/GSMH oranı yeterli gelişmeyi göstermemektedir.

### 2.3.5 Venezüela’da Finansal Serbestleşme Deneyimi

Venezüela’da 1980’li yıllarda uygulanan negatif reel faiz oranı politikası ile finansal sistemin aracılık fonksiyonu zayıflamış, sermaye ıkışları artmış ve önemli miktarda mevduat yurt dışında değerlendirilmiştir. 1981’de finansal piyasalar libere edilmeye başlanmış, 1984 yılında ise faiz oranları üzerine yeniden kontrol getirildiyse de, burada karma bir uygulama yapılmış; Venezuela Merkez Bankası (VMB) kredi faiz oranları için tavan belirlerken, mevduat faiz oranlarını belirlemede bankalar serbest bırakılmışlardır.<sup>165</sup> Tablo 7’ye bakıldığında 1984 yılından, yeni reform paketinin uygulanacağı 1989 yılına kadar kredi faiz oranları enflasyon oranının altında kalmıştır. Mevduat faiz oranları ise serbest bırakılmasına karşın, reel faiz oranı negatif değer almaya devam etmiştir. Aynı dönemde tasarruflar, krediler ve yatırımların GSMH’ya oranı yükselmiştir (bkz. Tablo 7).

1989 yılına gelindiğinde Venezuela hükümeti IMF’nin de önerileri ile ekonomide geniş çaplı bir reform hareketi başlatmıştır. Finansal liberalizasyonu da içerisine alan bu değerlişim ile birlikte, döviz kurları serbest dalgalanmaya bırakılırken, faiz oranları üzerindeki kontroller kaldırılmıştır. Finansal sistemin liberalizasyonuna ilişkin bu çalışmalar karşılığında reel faiz oranları yükselmeye başlamıştır (bkz. Tablo 7). Ancak finansal sistem reformlara yavaş uyum sağlamış ve yapısal değerlişim düşük düzeyde kalmıştır. Dünya Bankası’nın da finanse ettiği *Finansal Reform Programı* sisteme giriş üzerindeki engelleri kaldırarak yabancı sermayeli finansal kuruluşların da ülkeye gelişini kolaylaştırmıştır.

Diğer Latin Amerika ülkelerine nispetle Venezüela finansal sisteminde kamu sermayesinin payı düşüktür. Ancak özel sektör bankalarının sermayesi belirli

<sup>164</sup> OECD, “Economic Survey of Mexico,2002”, **OECD Policy Brief**, 2002, s.5

<sup>165</sup> Kaminsky, s.57

grupların elinde toplandığı için bankacılık sistemi oligopolistik bir yapı içerisinde kalmıştır. Sonuç olarak yüksek konsantrasyon ve rekabet eksikliği finansal sistemin maliyetlerini yükselterek Venezüela bankacılık sisteminin etkinliğini azaltmış ve finansal liberalizasyondan beklenen faydanın elde edilememesine neden olmuştur.

Venezüela da finansal piyasaları ilgilendiren politikalar ile döviz kurları politikaları arasındaki tutarsızlıklar ve politik istikrarsızlıklar, 1991 yılında reel parasal talepte düşüş yaşanmasına neden olmuştur. Sermaye çıkışının da hızlandığı bu dönemde döviz kurundaki dalgalanmaların yeniden sabitlenmesi ve faiz oranlarının düşürülmesi çabası sonucu 1992 yılında döviz kuru krizi başlamıştır.<sup>166</sup> 1993 yılında petrol piyasasındaki zayıflık, kamu harcamalarında yaşanan gevşeme ve politik istikrarsızlıklar kamuoyunun güvenini sarsmıştır. VMB kullandığı kredileri hızla azaltmış, faiz oranları yükselmiştir. Bu sırada finansal sistemin yaşadığı problemler krediler yanında, kredi piyasasında hızlı faiz yükselişleri sorunlu kredilerin anapara ve faiz geri ödemelerini daha da zorlaştırmıştır.

1994 yılı başlarında iflas eden Banco Latino ile yılın sonlarına doğru birçok banka kamulaştırılmıştır. Ancak Banco Latino'nun arkasından sekiz bankanın daha kapanması sonucu, 1994 yılı ortalarında *Financial Emergency Board* (Acil Finansal Kurulu) oluşturulmuş, döviz kurları ve fiyatlar üzerindeki kontroller sıkılaştırılmıştır. 1995 yılı başında kriz boyunca kapatılan bankaların sahip olduğu kayıtlı veya kayıtsız mevduatlar, kamulaştırılan bankalara transfer edilmiştir. Zorunlu rezerv oranının aşağıya çekilmesi ve diğer müdahaleler sonucu faiz oranı düşürülmüştür.

Reel faiz oranı 1995 – 1997 yılları arasında sırasıyla % - 22, % - 36, % - 24 olarak gerçekleşmiş, 1989 yılından sonra en önemli düşüş yaşanmış, tasarruf ve kredilerin GSMH'ye oranları ile büyüme hızı düşmüştür (bkz. Tablo 7). Bankacılık krizinin ardından hükümetin finansal liberalizasyon ile ilgili bazı tereddütleri doğmuştur. Bunlar;

1. Sermaye ve cari hesapların hareketlerine getirilen serbestleşme, yüklü mevduat çıkışlarına neden olabilmektedir.

---

<sup>166</sup> Herrero, s.51

2. Faiz oranı üzerindeki kontrollerin kaldırılması, bankaların borçlarını ödeme gücü oranında ve kârlılıkları üzerinde negatif bir etki oluşturabilmektedir.
3. Petrol fiyatlarındaki ani artışlar, döviz piyasasında serbestleşmenin ardından sıkılaştırıcı para politikalarının uygulanması şeklinde alınan politik kararlar reformların somutlaştırılmasını engellemektedir.

1996 yılında makro ekonomik göstergelerin kuvvetlenmesi için Venezüela bankacılık sistemini de kapsayan bir dizi kararlar alınmıştır. Bunlar; denetim ve regülasyonun güçlendirilmesi, kamulaştırılmış bankaların mevduat sahiplerine olan faiz ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilmesi ve yeniden özelleştirilmeleri, kriz boyunca sıkıntı içerisinde olan tüm aktiflerin likidasyonu ve özel sermayeli bankaların sermayelerinin kuvvetlendirilmesini kapsamaktadır.

1996 yılından sonra gözlemlenen enflasyon oranında iniş-çıkışlar, düşük ve hatta 2003 yılından sonra negatif reel faiz oranı, tasarruf, krediler ve yatırımların GSMH'ya oranının azalmasıdır. Ayrıca devam eden bütçe açıkları ve yüksek işsizlik oranı diğer olumsuz göstergelerdir.

**Tablo 7 - Venezuela'da 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler**

Yıllar	Büyüme Hızı	Faiz Oranları		Enflasyon	Reel Faiz Oranı <sup>(1)</sup>	Tasarruf /GSMH	Kredi /GSMH	Yatırım /GSMH	İşsizlik	Bütçe Dengesi /GSMH <sup>(2)</sup>
		Mevduat	Krediler							
1970	-	-	-	-		29.5	29.2	23.1	-	-1.4
1971	3.0	-	-	-		30.3	31.3	24.6	-	0.4
1972	2.7	-	-	-		31.1	34.3	26.7	-	-0.3
1973	6.3	-	-	-	-	34.9	37.8	26.5	-	1.6
1974	6.1	-	-	-	-	46.2	28.7	19.2	-	4.5
1975	6.1	-	-	-	-	39.1	36.0	25.8	-	1.6
1976	8.8	-	-	-	-	36.0	41.6	31.6	-	-2.9
1977	6.7	-	-	-	-	33.6	47.0	38.9	-	-4.3
1978	2.1	-	-	-	-	29.4	54.1	42.7	-	-4.1
1979	1.3	-	-	-	-	33.2	50.4	31.7	-	1.9
1980	-2.0	-	-	21.4	-	33.4	51.9	25.1	-	0.0
1981	-0.3	-	-	16.2	-	29.6	55.4	24.3	-	-1.4
1982	0.7	-	-	9.6	-	20.6	65.2	24.6	-	-4.4
1983	-5.6	-	-	6.2	-	19.2	68.1	19.7	-	-1.6
1984	-1.4	12.3	9.6	12.2	0.1	27.8	50.6	16.3	-	3.3
1985	1.4	10.5	9.3	11.3	-0.7	22.8	51.8	18.4	13.1	5.4
1986	6.3	8.9	8.5	11.6	-2.4	19.8	55.4	20.4	11.0	-2.0
1987	4.5	8.9	8.5	28.2	-15.0	23.2	49.9	21.8	9.2	-4.6
1988	6.2	8.9	8.5	29.4	-15.8	21.0	53.1	22.8	7.3	-4.8
1989	-7.8	28.9	22.5	84.5	-30.1	20.3	38.4	17.9	9.9	-0.1

Tablo 7 (devam) - Venezuela'da 1970-2006 Yılları Arasında Makro Ekonomik Gelişmeler

Yıllar	Büyüme Hızı	Faiz Oranları		Enflasyon	Reel Faiz Oranı <sup>(1)</sup>	Tasarruf /GSMH	Kredi /GSMH	Yatırım /GSMH	İşsizlik	Bütçe Dengesi /GSMH <sup>(2)</sup>
1990	6.9	27.8	35.5	40.7	-9.2	26.5	38.5	14.6	10.4	0.0
1991	9.7	31.1	37.2	34.2	-2.3	21.9	33.3	18.5	9.5	2.0
1992	6.1	35.4	41.3	31.4	3.1	18.2	34.9	22.1	7.7	-3.2
1993	0.3	53.7	59.9	38.1	11.3	15.5	32.2	20.6	6.7	-2.4
1994	-2.3	39.0	54.7	60.8	-13.5	19.6	35.8	18.2	8.7	-5.8
1995	4.0	24.7	39.7	59.9	-22.0	21.0	36.7	16.9	10.3	-3.7
1996	-0.2	27.6	39.4	99.9	-36.2	29.5	19.7	16.1	11.8	1.6
1997	6.4	14.7	23.7	50.0	-23.5	32.1	18.0	26.2	11.4	2.3
1998	0.2	34.8	46.4	35.8	-0.7	26.2	18.7	29.4	11.2	-4.0
1999	-6.1	21.3	32.1	23.6	-1.9	28.8	17.8	24.1	14.9	-1.7
2000	3.2	16.3	25.2	16.2	0.1	34.6	14.9	21.3	13.9	-1.7
2001	2.8	15.5	22.5	12.5	2.7	29.2	16.0	24.5	13.2	-4.5
2002	-8.9	29.0	36.6	22.4	5.4	30.5	15.7	22.6	15.8	-
2003	-7.7	17.2	25.2	31.1	-10.6	29.5	10.9	16.1	18.0	-
2004	17.3	12.6	18.5	21.7	-7.5	34.2	11.2	18.2	15.3	-
2005	-	11.6	16.8	15.9	-3.7	-	-	-	12.2	-
2006	-	-	-	12,1*	-	-	-	-	-	-

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database

(1)Reel faiz oranı, nominal mevduat faiz oranı - Enflasyon olarak hesaplanmıştır.

(2)Bütçe Açığının Bulunduğu Yıllar "-" ile başlamaktadır.



### III.Bölüm

## TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME UYGULAMALARI VE İKTİSADİ BÜYÜME

### 3.1 Türk Finans Piyasasında 1970 – 1980 Yılları Arasındaki Gelişmeler ve Finansal Baskı

Türkiye’de 1980 yılına dek ekonomik politikalar, iktisadi planlar doğrultusunda alınan kararlar ile belirlenmiştir. 1970 – 1980 dönemini kapsayan kalkınma planları:1973 – 1977 yılları için III.Beş Yıllık Kalkınma Planı ve 1979-1983 yılları için ise IV.Beş Yıllık Kalkınma Planı’dır. 1980 öncesi döneme genel anlamda şekil veren III.Beş Yıllık Kalkınma Planı’nın başlıca hedefi, diğer beş yıllık kalkınma planlarında olduğu gibi ekonomik büyümenin sağlanmasıdır. Bu amaca ulaşmak için tasarrufların artırılması hedefler arasında yer almıştır. Ancak tasarrufların artırılmasına yönelik yapılması gerekenler ile ilgili bir yöntem oluşturulmamıştır.

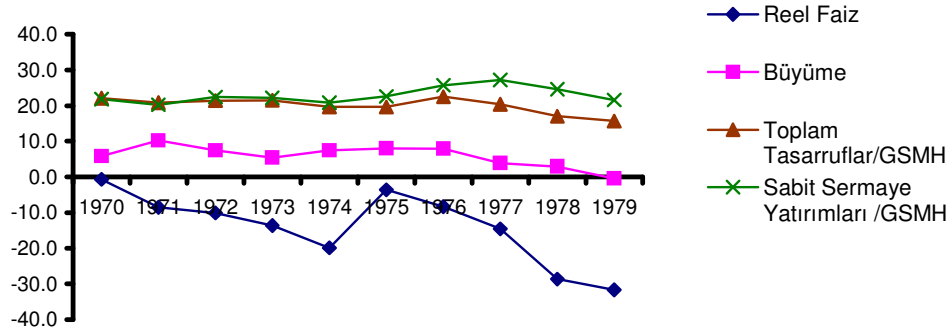
1970 – 1980 yıllarını içeren dönem 1950’li yıllardan beri süregelen ithal ikameci politikaların devamı niteliğindedir. 1970’li yılların sonunda ağır sanayi ve sermaye mallarının üretiminde yerli sanayinin payını arttırmak amacıyla devlet eliyle yatırım programlarının uygulanmasına gayret edilmiştir. Petro-kimya endüstrisi gibi sektörlerin çoğunda ithal ürünlerinin yerini almaya yönelik üretim teşvik edilmeye çalışılmıştır.

1970 ve 1980 yılları arası Türk finansal piyasasındaki uygulamalar da planlarda benimsenen ekonomik politikalar doğrultusunda gerçekleşmiştir. Uygulanan finansal politikalar McKinnon ve Shaw’un finansal baskı tanımı ile örtüşmektedir. Bir ülke ekonomisinde finansal baskı varlığının göstergelerinin başlıcaları; faiz oranları üzerinde kontroller ve tavan uygulanması ve genellikle negatif reel faizin mevcudiyeti, yüksek rezerv tutma zorunluluğu ile seçici kredi kullandırmalarıdır.

**Tablo 8 - 1970 - 1979 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler**

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
<b>REEL EKONOMİ</b>										
GSMH (Bin YTL)	208	261	314	399	538	691	868	1,108	1,646	2,877
GSMH (Milyon USD)	18	17	22	29	39	48	55	62	68	77
Kişi Başına GSMH (USD)	539	476	592	734	980	1,184	1,312	1,467	1,567	1,877
Büyüme (% Artış)	5.8	10.2	7.4	5.4	7.4	8.0	7.9	3.9	2.9	-0.4
<b>ENFLASYON (% Artış)</b>										
TÜFE (Yıl Sonu)	11.8	21.8	15.3	15.8	15.4	19.0	16.4	22.5	53.3	62.0
<b>FAİZ ORANLARINDAKİ DEĞİŞİM (% Artış)</b>										
Mevduat Faiz	9.0	9.0	9.0	7.0	9.0	9.0	9.0	9.0	12.0	20.0
Interbank Gecelik Faiz	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DİBS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Reel Faiz	-0.7	-8.5	-10.1	-13.6	-19.9	-3.6	-8.3	-14.6	-28.6	-31.7
<b>KAMU MALİYESİ (% Artış)</b>										
KKBG/GSMH	-	-	-	-	-	4.8	6.8	8.1	3.2	7.2
İç Borç Stoku/GSMH	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Konsolide bütçe faiz ödemeleri/GSMH	-	-	-	-	-	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
Faiz Dışı KKBG/GSMH	-	-	-	-	-	4.2	6.3	7.7	2.8	6.6
<b>YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİ (Milyon USD)</b>										
Dolaysız Yatırımlar Giriş	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yabancı Portföy Yatırımları	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FİNANSAL DERİNLİK (% Artış)</b>										
M2/GSMH	21.3	21.7	22.6	22.6	21.1	21.2	20.9	22.0	19.9	18.3
M2Y/GSMH	21.3	21.7	22.6	22.6	21.1	21.2	20.9	22.0	19.9	18.3
Krediler/GSMH	17.7	16.7	18.4	19.4	18.7	20.9	22.0	21.5	18.0	15.5
<b>BANK. SEKT. ARACILIK FONK. (% Artış)</b>										
Krediler/Mevduat	142.2	121.8	117.5	120.9	133.6	144.4	165.0	162.9	152.7	136.8
<b>TOPLAM TASARRUFLAR (% Artış)</b>										
Toplam Tasarruflar/GSMH	22.1	20.8	21.4	21.5	19.6	19.6	22.5	20.4	17.0	15.7
TL Mevd./Toplam Mevd.	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
DTH/Toplam Mevduat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Topl.Tas. Artış Hızı	-	33.3	29.6	28.4	22.4	32.5	21.5	29.9	30.7	60.7
<b>TOPLAM YATIRIM (% Artış)</b>										
Sabit Sermaye Yatırımları /GSMH	21.8	20.2	22.4	22.2	20.8	22.6	25.7	27.2	24.6	21.6
Kamu Sektörü Yatırımları/GSMH	6.7	6.1	6.4	6.3	6.5	8.0	8.9	10.0	8.4	7.9
Özel Sektör Yatırımları/GSMH	14.9	13.8	15.9	15.8	14.3	14.6	16.8	17.1	16.2	13.6

**Kaynak:** TCMB ve DPT verileri kullanılarak yapılmıştır.



**Grafik 1 - 1970-1979 Yılları Arasında Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Gelişmeler**

Ayrıca finansal baskının bulunduğu ekonomilerde genellikle düşük tasarruf ve yatırım eğilimine rastlanmaktadır. Hükümetlerin finansal piyasalara baskı uygulamalarındaki amaçlar; faiz oranları aracılığıyla ekonomik büyümenin desteklenmesi, finansal baskı politikaları sayesinde kaynak dağılımının kontrol edebilmesi ve kamu açıklarının düşük maliyetlerle finanse edilmesidir. Ayrıca finansal sisteme uygulanan baskı politikaları aracılığıyla üretim ile ilgili sabit sermaye yatırımlarına ucuz kaynak sağlanması da önde gelen amaçlar içerisindedir.<sup>167</sup>

1980 yılı öncesinde Türk finansal sisteminin durumu aşağıdaki gibidir;

- Kredi tayinlaması ve öncelikli sektörler için düşük faiz oranı ile kaynak aktarılması söz konusu idi.<sup>168</sup> Öncelikli kredi kullandırmalarının oranı 1979 yılında % 79 gibi yüksek bir seviyeye ulaşmıştı.
- Faiz oranları kamu otoriteleri tarafından belirlenmekteydi ve 1940'lı yıllarda belirlenen oranlara göre çok az değişikliğe uğramıştı. 1970'li yıllarda enflasyonun yükselmeye başlaması ile reel faiz oranları negatif değer almaya başlamış ve 1979 yılında - % 31,7'ye kadar düşmüştü (bkz. Tablo 8).
- Diğer bir finansal baskı göstergesi olan bankacılık sektöründe yoğunlaşma mevcuttu ve aynı zamanda maliyetlerin yüksekliği ve

<sup>167</sup> K.Boratav, E. Yeldan, "Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, and Patterns of Distribution", [www.bilkent.edu.tr/~yeldane/B&YCEPA2002.Pdf](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/B&YCEPA2002.Pdf), Version: December, 2001, s.5

<sup>168</sup> Aşıkoğlu, s.13

- alternatif bir sermaye piyasasının yokluğu da bu durumu kötüleştiriyordu.
- d) Ayrıca sermaye piyasası benzeri kurumların yokluğu ve finansal piyasalarda ticari bankaların hakimiyeti, kamu ve özel sektörün finansmanında önemli ölçüde merkez bankası kaynaklarına olan bağımlılık, döviz piyasası üzerindeki sınırlandırmalar ve finansal gelirler üzerinde yüksek vergi oranları da 1980 yılı öncesinde sayılabilecek diğer finansal baskı unsurlarıdır.

1970’li yılların sonuna doğru enflasyonun yükselmesi ile birlikte negatif olan reel faiz oranı nedeniyle, nominal faiz oranı para değerindeki düşüşü karşılayamamıştır. Böylece finansal baskı uygulamaları mevduat hacmini doğrudan ve yatırım harcamalarını dolaylı olarak olumsuz etkilemeye başlamıştır. Mevduatlara ödenen negatif reel faiz haddinin özellikle 1970’den sonra giderek yükselmesi, tasarrufların yeterli düzeyde artmamasının nedenlerinden biridir.<sup>169</sup> Tablo 8’de de görüldüğü gibi, 1977 yılından sonra toplam tasarrufların GSMH içindeki payı % 16 civarına kadar gerilemiştir.

Toplam kredilerin ise GSMH’ya oranı 1970’li yıllarda % 25 iken, 1975 yılına dek ortalama % 23 olmuş ve 1977 yılına kadar % 27’ye çıkmış, 1978 yılında ise % 21,8’e düşerek keskin bir azalma yaşanmıştır. Ayrıca finansal sektör reel anlamda küçülmüştür. Finansal derinlik göstergesi olan  $M_2/GSMH$  1973 yılında % 23 iken, 1980’de % 17’e kadar gerilemiştir (bkz. Tablo 8). Grafik 1’de finansal baskı dönemi olan 1970 ve 1979 yılları arasında reel faiz, tasarruf ve yatırımlardaki düşüşle birlikte büyüme hızındaki azalmayı da göstermektedir.

1970’lerin sonuna kadar devam edecek olan doğrudan kredi uygulamaları İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı’ndan sonra pek fazla değişikliğe uğramamıştır. Nitekim İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı’nda faiz ve iskonto oranlarının Plan dahilindeki hedeflere uygun bir şekilde kredilerin dağılımını sağlamak amacıyla kullanılacağı belirtilmiştir. 1970 – 1980 yılları arasında da finansal piyasalarda toplanan tasarruf kaynakları Plan hedeflerine uygun sektörler veya endüstri kollarına aktarılmıştır. Faizler ve döviz kurları hükümetin alacağı kararlar

<sup>169</sup> M.Sönmez, **Türkiye Ekonomisinde Bunalım II: 1980 Sonbaharından 1982’ye**, İstanbul: Belge Yayınları, 1982, s.64

doğrultusunda belirlenmiş ve Plan'ın içeriğine uygun olarak desteklenecek alanlara ucuz kredi aktarımı için negatif reel faiz uygulanmıştır.

1970-79 döneminde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) ekonominin kredi ihtiyacını karşılayan önemli bir finansal kuruluş niteliğindedir. Bu dönemde TCMB'nin kullandığı krediler hem kamu hem de özel kesim için önceki dönemlere göre artmıştır.<sup>170</sup> Toplam olarak kullanılan kredilerin önceki plan dönemlerine göre artışı % 500 civarında olup, oldukça yüksektir. Kamu kesimine kullanılan kredilerdeki artış, özel sektöre kullanılanlardan daha fazladır.

TCMB'nin en önemli kısıtı kamu borçlanma ihtiyacının karşılanması ile ilgili üstlendiği görevler olmuştur.<sup>171</sup> Giderek artan kamu finansman açığını finanse etmek için ise TCMB para arzını çoğaltmış, ancak bu durum enflasyonun daha da artmasına neden olmuştur. Özellikle 1977 yılından itibaren enflasyon oranı giderek yükselen bir trend izlemiş, buna karşılık büyüme oranı da gerilemiştir. Bu durumda bankaların başlıca fon kaynakları; mevduatlar ve TCMB kredilerinden oluşmuştur. Ancak negatif reel faiz uygulaması nedeniyle, özellikle fiyat artışlarının yükseldiği yıllarda, vadeli mevduatlar azalmış, bankaların kredi olarak kullanılabileceği kaynaklarının yetersiz kalmasına neden olmuştur. Böylece mevduatlardan yeterli kaynak temin edilememesinden doğan fon açığı TCMB kredisi ile kapatılmaya çalışılmıştır. TCMB'ye olan bağımlılık ve Türk bankacılık sisteminde kamu sermayesinin ağırlıklı olması sonucu kredilerin kullanım alanlarının belirlenmesinde kamu etkinliği artmıştır.

Sonuçta reel faiz oranlarının negatif gelişimi, tasarruf ve yatırım faaliyetlerini olumsuz etkilemiştir. Birikimler mevduat hesapları yerine altın ve gayri menkul alımına yönelmiştir. Yatırım faaliyetlerinde ise hedeflendiği şekilde yatırım ve ara malları değil, dayanıklı ve dayanıksız tüketim malları ağırlık kazanmıştır. Böylece tüketim harcamalarının artması, tasarruf eğilimini azaltan bir diğer unsur olmuştur. 1980 yılı öncesinde sermaye hesaplarının hareketliliği de yüksek derecede kısıtlanmış ve dış ticaret politikası da bu hedefler doğrultusunda korumacı bir özellik

<sup>170</sup> Y. Kepenek, N. Yenitürk, **Türkiye Ekonomisi**, Geliştirilmiş 6. basım, İstanbul: Remzi Kitabevi, Eylül, 1994, s.142

<sup>171</sup> Fry, "In Favour of Financial Liberalisation", p.189

taşımıştır. Yurt dışı alım ve satım faaliyetleri; aşırı değerlenmiş kur politikasının sürdürüldüğü sabit kur sistemi ve önemli miktarda sınırlandırmalarla karşı karşıya kalmıştır. Sürdürülen ithal ikameci politikaların bir sonucu olarak, finansal piyasalar dış rekabet koşullarından korunmuştur.<sup>172</sup>

Plan'da sanayi kesimi ekonominin sürükleyici sektörü olarak değerlendirilmiş ve negatif reel faiz uygulanarak ucuz kredi yolu ile özel sektörün desteklenmesi amaçlanmıştır. Ancak sanayi sektörünün yapısı dış satıma uygun olmayıp, dış alımı hızlandırıcı özellik taşıdığından sektör ithal ikameci politikalara hizmet edememiştir. Bunlara: 1973-1974 yıllarında yaşanan petrol krizi, Kıbrıs Barış Harekatı ve silah ambargosu ile 1978-1979 yıllarında petrolün ikinci kez uluslararası piyasalarda hızla yükselip global bir krize neden olması eklendiğinde, dış ticaret dengesi hızla bozulan Türk ekonomisi 1970'li yılların sonunda ağır bir ekonomik kriz içerisine girmiştir.

1979 yılında krizin tırmanması, ödemeler dengesinde meydana gelen tıkanıklıklar ve mevcut döviz politikalarının yetersiz kalması yeni bir ekonomik yapılanmanın ortaya çıkışını teşvik etmiştir. Döviz darboğazı kadar ekonominin bir diğer sorunu iç tasarrufun yetersizliğinin dış kaynaklarla giderilebilme yolu yeni arayışları hızlandırmıştır. Bu dönemde McKinnon ve Shaw'un öncülüğünü yaptığı finansal serbestleşme hareketleri Türkiye'yi de etkilemeye başlamıştır.

### **3.2 Türk Finansal Piyasasında Serbestleşme ve Sonrasında Yaşanan Gelişmeler**

1980 yılından sonra, genel olarak ülkelerin yurt içi piyasalarının birbirleri ile olan iletişimlerinin arttığı, uluslararası finansal sistem ile bütünleşmenin hızlandığı ve ekonomik politikaların değiştiği bir küreselleşme süreci başlamıştır. Bu anlamda belli başlı gelişmiş ülkeler finansal piyasalarını serbestleştirecek politikaları hızla uygulamaya başlamışlardır. Birçok gelişmekte olan ülke de bunları takip etmiştir. Türkiye'de 1980 yılından itibaren bu değişimin içerisine girmiş, ekonomik ve sosyal hayatı kökünden değiştirecek bir dizi yenilikler uygulanmıştır. Serbestleşme

---

<sup>172</sup> C.A. Denizler, M.N.Gültekin, N.B.Gültekin, "Distorted Incentives and Financial Development in Turkey", **Dünya Bankası'nın Şubat 10-11,2000 tarihinde "Financial Structure and Economic Development" konulu konferansında sunulmuştur**, 2000, s.6

uygulamalarının yoğun olarak yaşandığı 1980 – 1994 yılları arasındaki gelişmeler Tablo 9’da özet olarak verilmiştir.

**Tablo 9 - 1980-1994 Yılları Arasında Finansal Liberalizasyon Uygulamalarının Özet Tablosu**

	<b>Finansal Piyasalar</b>	<b>Faiz Oranları</b>	<b>Döviz Kuru ve Sermaye Piyasası Kuralları</b>
1980	Özel sektör tahvil ve bonolarının çıkarılmasında gerekli olan şartlar yeniden düzenlendi.	Faiz oranları üzerindeki tavan yükseltildi.	Belli başlı dövizler karşısında Türk Lirası devalüe edildi.
1981	Sermaye Piyasası Kanunu çıkarıldı.	Faiz oranları üzerindeki tavan tamamen kaldırıldı.	Günlük döviz kuru uygulaması başlatıldı.
1982	Sermaye Piyasası Kurulu kuruldu.	-	-
1983	Bankacılık Kanunu’nun esas modeli oluşturuldu ve İkincil piyasalar ile ilgili düzenlemeler yapıldı.	Ocak 1983’de büyük bankaların, Aralık 1983’de TCMB’nin faiz oranlarının sınırını belirlemesine karar verildi.	-
1984	Özel Finans Kurumları faaliyetlerine başladı. Hazine Bonoları’nın süreklilik esasına göre çıkarılmasına başlandı. Gelir Ortaklığı Sertifikası uygulaması başlatıldı.	-	Yabancı para tutulması ile ilgili önemli serbestleşmeler gerçekleşti. ( 28 ve 30 sayılı Kararlar)
1985	Mayıs’85; Bankacılık Kanunu uygulamaya konuldu. Kamu kağıtlarının müzayede ile satışına başlandı.	-	-
1986	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) yeniden açıldı. Interbank para piyasası faaliyete geçti. Açık piyasa işlemleri başlatıldı.	-	-
1987	-	Bir yıllık mevduat faiz oranları libere edildi.	-
1988	-	Şubat 1988; mevduat faiz oranı üzerindeki tavan yükseltilmiş ve bir yıllık mevduat faiz oranları üzerine yeniden tavan konuldu, Ekim 1988; mevduat faiz tavan oranı kaldırılmış, Kasım 1988; mevduat faiz tavanı yeniden oluşturuldu.	-
1989	TCMB’nin orta vadeli reeskont olanakları kaldırıldı. Değişken faiz oranlı mevduatlar başlatıldı.	-	Konvertibiliteye geçişte ilk adımlar atıldı. Sermaye hareketlerinde önemli liberalizasyon gerçekleşti. (32 Sayılı Karar)
1990	-	-	Konvertibiliteye geçişte ikinci adımlar atıldı. 32 Sayılı Karar’da değişiklikler yapıldı

**Tablo 9 (devam) -1980-1994 Yılları Arasında Finansal Liberalizasyon Uygulamalarının Özet Tablosu**

	<b>Finansal Piyasalar</b>	<b>Faiz Oranları</b>	<b>Döviz Kuru ve Sermaye Piyasası Kuralları</b>
1991	İMKB himayesinde tahvil piyasası başlatıldı.	Mevduat faiz oranları libere edildi.	-
1992	Repo, ters repo ve varlığa dayalı menkul kıymet düzenlemeleri yayınlandı.	-	-
1993	Repo ve ters repo işlemleri İMKB’da başlatıldı.	-	-
1994	-	Krizin ardından faiz oranları TCMB tarafından belirlenmeye başlandı.	-

**Kaynak:** Yülek, s.10

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi zaman zaman finansal serbestleşme uygulamalarından geriye dönüşler yaşanmış, daha sonra tekrar reformlara devam edilmiş ve uzunca bir süre tam serbestleşmeye geçilememiştir. Çalışmanın bundan sonra kalan bölümlerinde finansal liberalizasyon ile ortaya çıkan gelişmeler ayrıntılı olarak incelenecektir.

### **3.2.1 Finansal Serbestleşmede İlk Dönem: 24 Ocak 1980 Kararları ve Sonrasında Yaşanan Gelişmeler**

1980 yılının başında Türkiye’de 24 Ocak Kararları olarak da bilinen ekonomik, yasal ve kurumsal bir dizi reformlar gerçekleştirilmiştir. 24 Ocak Kararları (Kararlar) önce 1970’li yılların sonlarındaki döviz krizlerine karşılık bir program olarak ilan edilmiştir.<sup>173</sup> Daha sonra kapsamı geliştirilen ve uzun dönemli önlemleri de içeren, Türkiye’nin ekonomik yapısında köklü değişikliklere neden olan Kararlar, yapısal değişim programı için alınan önlemlerden çok daha fazlasını içermiş; ekonomide fiyat ve kaynakların dağılımını piyasa koşullarına bırakan politika benimsenmiştir. 1980 yılında yapısal reform uygulamalarının başlamasıyla, ekonominin doğrudan parasal kontrollerle yüksek derecede korunduğu içe dönük kalkınma stratejisi, piyasa bazlı yaklaşım doğrultusunda açık ekonomi şeklinde dışa dönük olarak tamamen değiştirilmiştir.<sup>174</sup>

<sup>173</sup> M.Â. Yülek, **Financial Liberalization And The Real Economy: Turkey 1950 – 1979**, Ankara: Capital Board of Turkey, Publication Number: 110, s.7

<sup>174</sup> TCMB, **The Impact Of Globalization On The Turkish Economy**, Ankara: TCMB Yayını, 2002, s.11



Ortodoks istikrar programlarını çağrıştıran Kararlar'ın ana fikri; serbest piyasa koşulları altında fiyatlamının piyasa tarafından belirlenmesi ve dışa açık bir politika izlenmesidir. 1980 yılı finansal reformları üç ana amaç üzerine kurulmuştur:

1. Bankacılık sistemi ile ilgili olarak: Faiz oranları üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması ile yeni finansal kuruluş ve araçları teşvik ederek bankacılık sistemindeki rekabetin artırılması suretiyle finansal sistemin etkinliğinin ve sağlamlığının yükseltilmesidir.
2. Sermaye piyasası ile ilgili olarak: Bankacılık sektörü dışında hisse senetleri ve tahvil piyasası oluşturularak sermaye piyasasının etkinliğinin artırılmasıdır.
3. İktisadi büyüme ile ilgili olarak: Türkiye ekonomisinin içine düştüğü kaynak-kullanım dengesizliğini giderebilmek için, hâlihazırda yurt içinde bulunan mali kaynakların ihtiyaç duyulan kullanım alanlarına doğru harekete geçirilmesi ve bu yolla ekonomik büyümeye hız verilmesidir.<sup>175</sup>

Bu amaçların yerine getirilmesinde, başlangıçta 1980 yılında önce faiz oranları üzerindeki tavan yükseltilmiş, 1981 yılında tamamen kaldırılmıştır. Daha sonra birçok kez bu uygulamalardan geriye dönüş yaşanmıştır (bkz. Tablo 9). Kararlar ile finansal piyasalara birçok yenilik gelmiştir. Bunlar;

1. Döviz kuru rejiminin yapısal dönüşümü,
2. Faiz oranlarının serbest bırakılması,
3. Sermaye Piyasası Kanununun çıkarılması ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurulması,
4. Kamu kağıtları işlemlerinin başlayışı,
5. TCMB'nin piyasaya açılması ile ilgili reformlar,
6. Sermaye hesaplarının liberalizasyonu,
7. Mevduat munzam karşılıkları ile dispoñibilite oranlarının düşürülmesi, faiz oranlarına uygulanan tavanların kaldırılması, selektif kredi politikalarına son verilmesini kapsayan bankacılık sektörü ile ilgili reformlar ve düzenlemelerdir.

---

<sup>175</sup> Günçavdı, s.89

Sermaye Piyasasını ilgilendiren, Sermaye Piyasası Kanunu Kararnamesi 1981 yılında yürürlüğe konmuştur. Kanun'un amaçları; sermaye piyasasının güvenliğini, şeffaflığını ve istikrarını sağlayarak yatırımcıların getirilerini ve haklarını korumak ve sermaye piyasasının regülasyonu, denetlenmesi ve teşvik edilmesini sağlamaktır. Finansal liberalizasyon sürecinde Kanun'un yürürlüğe girmesi özellikle Türkiye'de hisse senedi piyasasının gelişmesi bakımından önemli bir adım olarak kabul edilmektedir. Daha sonra Kanun'un bir şartı olarak, 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu oluşturulmuştur. Kurul, sermaye piyasasının fonksiyonlarını yerine getirmede düzenleyici ve denetleyici bir görev üstlenmiştir. Bu tarihten itibaren sermaye piyasasında aracılık faaliyetinde bulunan bankalar ve diğer finansal kuruluşlar da Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimine tabii olmuşlardır.

Kararlar'ın para politikasına etkisi ise kamu finansmanının şekliinden kaynaklanmıştır. 1980 yılından sonra Hazine TCMB tarafından sağlanan kısa vadeli avansları kullanma eğiliminde olmuştur. Bu ise para politikalarını mali politikalara bağımlı hale getirmiştir. Mayıs 1985'e gelindiğinde bütçe açıklarının finansmanı için hazine bonusu ve devlet tahvili basılmaya başlanmıştır. Hazine bonusu ve devlet tahvilinin basılması TCMB'nin açık piyasa işlemlerine başlaması için gerekli olan ön koşulları hazırlamış, ayrıca İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisse senetleri ve tahvil ikincil piyasasının da kurulmasını sağlamıştır. Hazine bonusu ve devlet tahvili sadece TCMB veya İMKB için değil, taşıdığı sıfır risk ve piyasa koşullarına göre belirlenen faiz oranları nedeniyle, finansal veya finansal olmayan piyasalar içinde cazip bir finansal yatırım enstrümanı olmuştur. Böylece 1985 yılından başlayarak Türk finansal sisteminde hazine bonusu ve devlet tahvili önemli bir finansal araç haline gelmiştir.

Daha önce de belirtildiği gibi, Kararlar'ın alındığı tarihte tam liberalizasyona istikrarlı bir geçiş olmamış, kimi zaman liberalizasyondan bir miktar veya tam olarak geri dönüşler yaşanmış, daha sonra tekrar serbestleşmeye geçilmiştir. Bir anlamda uygulamalar sırasında deneme-yanılma yönteminin benimsendiği izlenimi

edinilmiştir.<sup>176</sup> 24 Ocak Kararları'nın kapsadığı iki temel konu; döviz piyasası ve faiz oranları aşağıda ayrıntılı olarak incelenmiştir. Kararlar'ın ardından yaşanan ilk finansal kriz olması bakımından öneme sahip olan 1982 yılındaki gelişmeler de yine ayrı başlık altında incelenmiştir.

### 3.2.1.1 Döviz Piyasasında Serbestleşme

Finansal serbestleşme sürecinde önemli adımlardan biri döviz kuru rejimindeki değişikliklerdir. 1980'li yıllardan önce, daha önce de belirtildiği gibi, sabit döviz kuru rejimi uygulanmış, hükümet Türk Lirası'nın değerini değişen ekonomik koşullara göre belirleyip açıklamıştır. Ancak bu uygulama genellikle Türk Lirası'nın aşırı değerlenmesi ile sonuçlanmıştır. Bu ise ithal ikamesi politikalarına ters düşmüş, ithal malları ucuzladıkça, yerli mallar daha da pahalılaşmıştır. 1980 yılından itibaren döviz kurunun belirlenmesi döviz piyasasına bırakılmıştır ve hemen ardından Türk Lirası devalüe edilmiştir. Mayıs 1981'den itibaren ise TCMB günlük döviz kurlarını ilan etmeye başlamıştır.

1982 yılının sonundan itibaren ticari bankaların yabancı para tutmaları serbest hale getirilmiştir. Burada amaç; yurt dışından döviz girişini kolaylaştırmak ve bankacılık sistemine girmesini sağlayarak sermaye çıkışının engellenmesidir. Döviz Kuru Rejimi ile ilgili 7 Temmuz 1984 tarihinde 1980 yılı öncesine göre serbestleşme adına büyük adımlar atılmıştır. Döviz kuru rejimi ile ilgili olarak söz konusu yeni uygulamalar aşağıdaki gibidir;<sup>177</sup>

- Türk Lirası, madeni para veya diğer ödeme şekilleri ile yapılan ithalat faaliyetleri üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış, ancak Türk Lirası olarak yapılan ihracatların ise hükümet iznine tabi olma durumları devam etmiştir.
- Türkiye'de ikamet etmekte olanların yanında döviz taşıması, döviz üzerinden mevduat hesabı açtırması ve ödemelerini döviz üzerinden yapmasına izin verilmiştir.
- TCMB, altın külçesi ithalat ve ihracatında ve ayrıca yurt içinde altın

<sup>176</sup> G.Kazgan, **Tanzimat'tan 21.Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, 2.b., İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, No:22, 2004, s.128

<sup>177</sup> TCMB, **The Impact Of Globalization On The Turkish Economy**, ss. 11-12

külçesi satılmasında yetkili kılınmıştır.

- Bankaların, Türkiye’de ikamet edenlerden yabancı para cinsinden mevduat kabul etmelerine, yurt dışında yabancı para bulundurmalarına ve döviz transferleri yapmalarına izin verilmiştir.
- Her türlü kıymetli evrakın ithal ve ihracına izin verilmiştir. Türkiye’de yabancı para cinsinden basılan kıymetli evrakların yabancılara satışı serbest hale getirilmiştir.
- Yabancıların Türkiye’de gayrimenkul satın almaları ve gayrimenkul hakları edinmelerine izin verilmiştir. Ödemelerin döviz üzerinden yapılması ve bankalardan transfer edilebilmesi olanağı getirilmiştir.
- Yabancıların yabancı para üzerinden gerekli sermayeyi getirerek, Türkiye’de yatırım yapmalarına, ticari faaliyetlerde bulunmalarına, hisse senedi almalarına, ortaklıklarda bulunmalarına, şube, temsilcilik ve acentalık açmalarına izin verilmiştir.
- Bankaların TCMB’nin ilan ettiği sınırlarda kalmak şartı ile kendi döviz kuru oranlarını belirlemeleri serbest hale getirilmiştir.

Ayrıca 29 Temmuz 1985 tarihi itibarıyla bankaların kendi belirledikleri döviz kurları ile ticari, ticaret dışı ve interbank işlemleri yapmalarına izin verilmiştir.

### **3.2.1.2 Faiz Oranları Üzerindeki Kısıtlamaların Kaldırılması**

24 Ocak 1980’den itibaren mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki tavan uygulamasına son verilmiştir. Faiz oranları deregülasyonunun başlıca amacı; tasarrufların finansal sisteme çekilmesi ile finansal derinleşmenin ve böylece finansal piyasalarda rekabetin artmasıdır. Nitekim Mckinnon ve Shaw’un pozitif reel faiz oranından bekledikleri de fonların finansal sektöre aktararak yatırım faaliyetlerinde kullanılması ve böylece ekonomik büyümenin üretim artışı ile sağlanmasıdır. Bu bakımdan 1980 yılından sonra faiz oranları ile ilgili alınan kararlar McKinnon ve Shaw hipotezine dayanmaktadır.

Kararlar’ın ardından faiz oranlarının piyasa tarafından belirlenmesi beklenen sonucu vermemiştir. Nedeni ise bankaların, özellikle büyük ölçekli bankaların,

reformların başında kendi aralarında “centilmenlik anlaşması” yaparak, faiz oranlarının daha fazla yükselmesini engellemeleridir. Bu durum *kendiliğinden dayatılan faiz oranı tavanı* olarak adlandırılmaktadır. Önce bankalar arasındaki bu anlaşma “gizli” yapılmışsa da, daha sonra kamuoyu tarafından öğrenilmiştir. Anlaşmanın sonucunda enflasyon oranı % 100 civarında iken, altı aylık mevduat faiz oranı % 15’de kalmıştır. Ancak daha sonra bankerlerin ve daha başında anlaşma yanlısı olmayan küçük bankaların faiz oranlarını yükseltmesi ile “centilmenlik anlaşması” önemini yitirmiştir. Sonradan mevduatlar üzerinde kendiliğinden dayatılan faiz oranı tavanı dereceli olarak yükselmiştir.

### **3.2.1.3 1982 Yılı Finansal Piyasalarda Kriz: Banker Sorunu ve Finansal Liberalizasyon Uygulamalarına Etkisi**

Kararlar ile birlikte Türk finansal piyasalarında ilk kez serbestçe faiz oranı belirlenen “mevduat sertifikası” piyasaya çıkarılmıştır. Bu karar, başlıca meşguliyet alanı bankalar tarafından çıkarılan mevduat sertifikalarının alım satımı haline gelen bankerlerin gelişmesinde önemli bir rol oynamıştır.<sup>178</sup> Hamiline çıkarılan mevduat sertifikalarının yatırımcılar açısından vergi avantajı olması nedeniyle doğrudan bankalar yerine bankerler aracılığı ile satın alınması daha kazançlı olmuştur. Böylece bankerlerin sayısı söz konusu dönemde, daha öncekilere kıyasla katlanarak artmıştır. Ancak bu ortamdan pay almak isteyen tecrübe sahibi olmayan girişimciler de banker piyasasına girmiş, yeterli kontrol ve denetim sisteminden yoksun sektörde kolaylıkla ponzi tipi finansal yapı içerisinde kendilerini bulmuşlardır. Tüm bu gelişmeler 1981 yılındaki büyük finansal krizin oluşmasına dayanak teşkil etmiş ve problemler hızla çoğalmıştır.

24 Ocak Kararları’nın ardından, 1981 ve 1982 yılları arasında GSMH yaklaşık % 5 artmış, kamu borçlanma gereğinin GSMH’ya oranı da % 10’dan % 4’e düşmüştür. 1982 yılında yaşanan kriz finansal piyasalar üzerinde tahrip edici etkide bulunmuştur. Finansal krize karşılık piyasanın serbestliğini kısıtlayıcı önlemler alınmış, finansal reformlar aksamış ve kısmen finansal liberalizasyondan geri dönüş yaşanmıştır. Finansal serbestleşmenin sonuçlarını göstermesi ve bu konuya dikkat

---

<sup>178</sup> Yülek, s.11

çekmesi bakımından 1982 yılı krizi önemlidir. Nitekim kriz, yeterli bir kurallar bütünü ve denetim sistemi olmaksızın başlatılan reformların, istenmeyen sonuçlar ortaya çıkarabileceğini ve zamanlama ile reformların uygulanma hızı arasındaki ilişkinin ne denli önemli olduğunu göstermiştir.<sup>179</sup> Ayrıca daha sonraki yıllarda devam eden finansal reformlar için de örnek teşkil etmiştir.

Finansal piyasalarda meydana gelen krizler sırasında tasarruf sahiplerinin korunması ve bankaların güvenli kılınması amacı ile 1983 yılında yapılan bir düzenleme ile Tasarruf Mevduatlarını Koruma Fonu oluşturularak, mevduatlar devlet güvencesi altına alınmıştır. 1980 yılının ardından yaşanan krizlerle yıpranan finansal sistemin güçlenmesi amacıyla alınan bu kararlar reformların başlangıcında rekabeti artırma yönündeki hedefle çelişen bir durum ortaya çıkarmıştır.

**Tablo 10 - 1980 - 1989 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler**

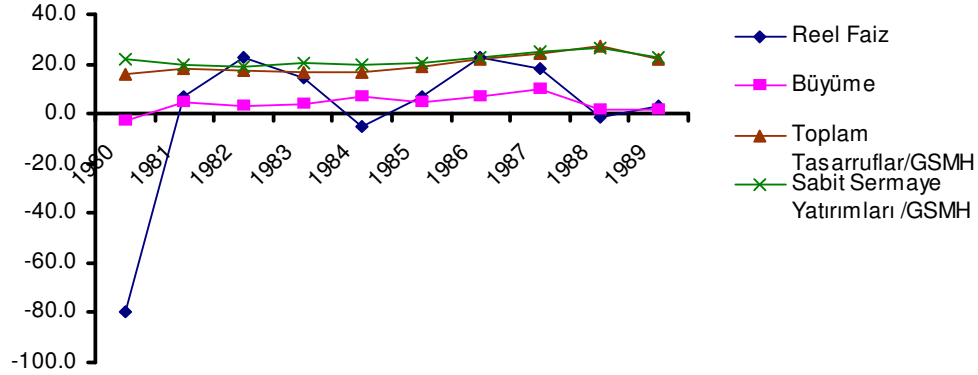
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>REEL EKONOMİ</b>										
GSMH (Milyon YTL)	5	8	11	14	22	35	51	75	129	230
GSMH (Milyar USD)	70	73	66	62	61	68	76	88	91	109
Kişi Başına GSMH (USD)	1,540	1,570	1,375	1,264	1,204	1,330	1,463	1,636	1,685	1,959
Büyüme (% Artış)	-2.8	4.8	3.1	4.2	7.1	4.3	6.8	9.8	1.5	1.6
<b>ENFLASYON (% Artış)</b>										
TÜFE (Yıl Sonu)	101.4	34.0	28.4	31.4	48.4	45.0	34.6	38.9	73.7	63.3
<b>FAİZ ORANLARINDAKİ DEĞİŞİM (% Artış)</b>										
Mevduat Faiz	33.0	35.0	50.0	45.0	45.0	55.0	48.0	58.0	68.6	66.3
Interbank Gecelik Faiz	-	-	-	-	-	-	39.1	42.4	46.8	26.9
DİBS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	59.8
Reel Faiz	-79.7	6.7	22.8	14.5	-4.9	6.8	22.7	17.8	-1.3	3.0
<b>KAMU MALİYESİ (% Artış)</b>										
KKBG/GSMH	8.8	4.0	3.5	4.9	5.4	3.6	3.7	6.1	4.8	5.3
İç Borç Stoku/GSMH	13.6	12.4	12.6	22.8	20.9	19.7	20.5	23.0	22.0	18.2
Konsolide bütçe faiz ödemeleri/GSMH	0.6	0.9	0.8	1.5	2.0	1.9	2.6	3.0	3.9	3.6
Faiz Dışı KKBG/GSMH	8.2	3.0	2.7	3.4	3.4	1.7	1.1	3.1	1.0	1.7
<b>YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİ (Milyon USD)</b>										
Dolaysız Yatırımlar Giriş	-	-	-	-	113	99	125	115	354	663
Yabancı Portföy Yatırımları	-	-	-	-	-	-	146	307	1,184	1,445
<b>FİNANSAL DERİNLİK (% Artış)</b>										
M2/GSMH	17.4	21.3	25.2	25.0	24.8	24.2	23.8	23.5	21.1	20.5
M2Y/GSMH	17.4	21.3	25.2	25.0	26.0	26.3	28.5	30.7	28.4	26.6
Krediler/GSMH	14.9	16.4	17.0	17.3	14.1	15.7	19.6	21.4	17.6	15.9

<sup>179</sup> R.Saraçoğlu, "Financial Liberalization in Turkey", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Mart 1997, ss.6-7

**Tablo 10 -(devam) -1980 - 1989 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>BANK. SEKT. ARACILIK FONK. (% Artış)</b>										
Krediler/Mevduat	129.7	103.6	91.0	92.0	73.6	67.1	79.4	80.2	72.7	69.0
<b>TOPLAM TASARRUFLAR (% Artış)</b>										
Toplam Tasarruflar/GSMH	16.0	18.3	17.1	16.5	16.5	18.9	21.9	23.9	27.2	22.1
TL Mevd./Toplam Mevd.	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	87.2	82.6	75.4	72.9	75.7
DTH/Toplam Mevduat	-	-	-	-	-	12.8	17.4	24.6	27.1	24.3
Topl.Tas. Artış Hızı	72.4	102.5	56.2	30.8	61.6	85.5	51.1	56.0	60.9	65.5
<b>TOPLAM YATIRIM (% Artış)</b>										
Sabit Sermaye Yatırımları /GSMH	21.8	19.8	19.2	20.1	19.3	20.1	22.8	24.6	26.1	22.5
Kamu Sektörü Yatırımları/GSMH	8.7	9.0	8.2	8.7	8.0	9.2	10.2	10.0	8.9	7.5
Özel Sektör Yatırımları/GSMH	13.1	10.8	11.0	11.4	11.3	11.0	12.6	14.7	17.3	15.0

**Kaynak:** TCMB ve DPT verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

**Grafik 2 - 1980-1989 Yılları Arasında Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Gelişmeler**

Krizden sonra kamu otoriteleri faiz oranlarının gelecekte oluşacak trendini göz önüne alarak yeni düzenlemeler getirmiştir. 1983 yılı başında dokuz büyük ölçekli banka faiz oranlarını belirlemek için yetkilendirilmişler ve böylece finansal liberalizasyon hedeflerinden sapmalar başlamıştır. Dokuz büyük banka ilk olarak enflasyon oranındaki düşüş beklentisine dayanarak, mevduat faiz oranlarını aşağıya çekmişlerdir. 1982 yılında % 50 olan oran, 1983 yılında % 45'e gerilemiştir (bkz. Tablo 10). Enflasyon oranı, beklentilerin aksine 1982 yılında % 28,4'den 1983 yılında % 31,4'e çıkınca, reel faiz oranı negatif değer almıştır. Büyük bankaların faiz oranlarını, pozitif değerler alması yönündeki yükselişlere gönülsüz davranmaları, 1983 yılında faiz oranlarına yeniden müdahale gerektirmiş ve mevduat vade ve faizlerinin belirleme yetkisi önce Maliye Bakanlığı'na, daha sonra TCMB'ye

verilerek finansal liberalizasyon uygulamalarında yeniden geri dönüş yaşanmıştır. Faiz hadlerinin reel pozitif düzeyde tutulması hedefi denetim rejiminde yetkili makamlarca da sürdürülmüştür.<sup>180</sup>

### 3.2.1.4 1984 – 1987 Yılları Arasında Yaşanan Gelişmeler

1984- 1985 yılları arasında bankacılık sektörü çeşitli nedenlerden dolayı kendi içerisinde farklılıklar yaşamıştır. Sadece ticari risk nedeniyle değil, politik nedenlerden ötürü de kamu sermayeli bankalar, özel sermayeli bankalara kaynak aktarımında gönülsüz davranmıştır. Özel sermayeli bankalar ise birbirlerinin kaynak ihtiyacını karşılamada rekabet nedeniyle minimum ölçülerde hareket etmişlerdir.

1980 yılından 1985 yılına kadar olan süreçte, tam olarak serbestleşmeyen finansal piyasalar 1985 yılının ardından alınan bir dizi kararla önceki durumundan daha libere olmuştur. Türk finansal piyasasında, çoğu benzer ekonomilerde olduğu gibi, bankacılık sektörü hakimdir ve sektörle ilgili düzenlemeler bir hayli önem taşımaktadır. Mayıs 1985’de kabul edilen Bankacılık Kanunu ile, daha çok bankacılık sektörünün yapısal problemlerinin giderilmesine yönelik olarak, sektörün ihtiyatlı bir düzenleme ve denetim sistemine kavuşması için gerekli hukuki altyapının oluşturulması amaçlanmıştır. Bu çerçevede bankalardan; birincisi standart bir muhasebe sistemine sahip olmaları istenmiş, ikincisi ise yasal yükümlülükleri ile finansal yapılarını denetlemek üzere yetkilendirilmiş Yeminli Banka Denetçileri bulundurmaları zorunlu hale getirilmiştir.

Bunların dışında bankaların, uluslararası alanda kabul görmüş muhasebe prensiplerine uyup uymadıklarını denetlemek üzere, ayrıca her yıl bağımsız bir denetim şirketi tarafından da incelenmesi kanuna bağlanmıştır. Hükümetin riskli bankaların yönetimlerini değiştirebilme yetkileri de sınırlandırılmıştır. Ayrıca yabancı bankalar, tasarruflar, krediler, transferler, mevduat sigortası, banka birleşmeleri ve likidasyonla ilgili de değişiklikler yeni kanun içerisinde yer almıştır.

Bankacılık sektöründe liberalizasyon ile ilgili olarak önemli bir aşama sayılabilecek Kanun’un ardından, bu defa 1987 yılında yapılan değişiklik ile

---

<sup>180</sup> Kazgan, s.135



bankaların bağımsız denetçiler tarafından kontrol edilen finansal raporlarını TCMB'ye sunmaları zorunluluğu getirilmiştir. 1989 yılında bu defa bankaların özsermaye hesapları ile ilgili değişikliğe gidilmiştir. Buna göre; aktiflerinde taşıdıkları risklere karşılık olarak yeterli miktarda sermayeye sahip olmalarını sağlamak üzere, bankaların *Bank for International Settlements* (Uluslararası Ödemeler Bankası) tarafından belirlenen sermaye yeterlilik rasyolarına sahip olmaları zorunluluğu getirilmiştir.

1984 ile 1987 yılları arasındaki uygulamalar açısından GSMH büyüme hızında başarılı sonuçlar elde edilmiştir. Tablo 10'da da görüldüğü gibi büyüme hızları sırasıyla 1984 yılında % 7.1, 1985 yılında % 4.3, 1986 yılında % 6.8, 1987 yılında %9.8 olarak gerçekleşmiştir. Ancak diğer yandan iç borç stoku yükselmeye başlamıştır. Yine Tablo 10'a bakılacak olursa; 1980 ve 1983 yılları arasında ortalama % 15.5 olan iç borç stoku/GSMH oranı, 1984 ile 1987 yılları arasında ortalama % 21.25'e yükselmiştir. 1987 yılına gelindiğinde kamu borçlanma gereği/GSMH oranı %10 olarak gerçekleşmiş, ancak enflasyon % 60'a yükselmiştir.

24 Ocak Kararları ile 1980'li yılların sonlarında ekonomik göstergelerde yaşanan olumsuz gelişmeler arasındaki ilişki şunlardan kaynaklanmıştır;<sup>181</sup>

1. 1980-1983 döneminde reel ücretlerde ve tarım ürünlerindeki destekleme alımlarında ve sübvansiyonlarında önemli azalmalar meydana gelmiştir. Bu uygulamalar dönemin askeri rejimi altında kolaylıkla gerçekleştirilmiştir. 1987 yılında askeri rejimin ardından demokrasiye dönüş ve seçimler ile birlikte popülist politikalar ücretlerde ve sübvansiyonlarda telafi edici uygulamaları getirmiştir.
2. Mali disiplin sağlanmadan ve enflasyon kontrol altına alınmadan finansal piyasaların libere edilmiştir. Faiz oranları üzerindeki kontrollerin kalkması ve kamu açıklarını TCMB'nin finanse etmesi yerine yapılan değişiklik ile kamunun doğrudan kıymetli kağıt ihracına başlaması, kamu finansman maliyetini arttırmıştır.

---

<sup>181</sup> Y.Akyüz, K. Boratav, "The Making of The Turkish Financial Crises", **United Nations Conference On Trade And Development**, Discussion Paper, No:158, April 2002, s.4

1984 – 1990 yılları arasında yaşanan bir diğer gelişme, bu dönemde vadesi gelen dış borçların, iç borçlanma yolu ile kapatılması ve bunun faiz oranlarının daha fazla yükselmesini teşvik etmemidir. Faiz oranlarının yükselmesi ile birlikte kısa vadeli sermaye girişleri hızlanmış ve bu yolla elde edilen döviz, ithalatın ve kamu açıklarının finansmanında kullanılmıştır.

1987 yılında enflasyon % 39 iken, 1988 yılında % 74'e çıkmıştır (bkz. Tablo 10). Enflasyonda meydana gelen bu önemli tırmanış Türk Lirası'ndan dövize geçişi hızlandırmıştır. Tablo 10'da da gözlendiği gibi, döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduatlar içerisinde oranı 1985 yılında % 13 iken, 1988 yılında artarak % 27'ye çıkmıştır. Dövizte olan bu ikamenin yavaşlatılması amacıyla; Ekim 1988'de faiz oranları üzerindeki tavan kaldırılmış ve faiz oranlarının serbest piyasada yükselmesine izin verilmiştir. Beklenen gerçekleşmiş ve faiz oranları hızla yükselmiştir. Bu ise TCMB'nin birkez daha; Kasım 1988'de henüz bir ay sonra bir yıllık mevduat faiz oranlarına yeniden tavan uygulamasına neden olmuştur.

### 3.2.1.5 1988 Yılında Türk Finansal Sisteminde Meydana Gelen Kriz ve Etkileri

1988 yılına gelindiğinde enflasyon oranındaki artış, yükselen iç borç stokunun yanında dış borçların vadelerinin kısılması ve miktar olarak artması makroekonomik göstergeler açısından belli başlı olumsuzluklar idi. Ekonomideki bu dengesizliklerin giderilmesi amacıyla 4 Şubat 1988 tarihinde bazı önlemler alınmıştır. Söz konusu önlemler ana hatları ile aşağıdaki gibidir;<sup>182</sup>

- a) Ticari bankaların mevduat munzam karşılıkları ve genel dispoñibilite oranlarıyla, vadesiz ve kısa vadeli mevduat faizleri yükseltilmiştir.
- b) Döviz ve dış ticaret düzenine ilişkin çeşitli önlemler alınmıştır.
- c) Türk vergi sisteminde ağırlıklı paya sahip olan dolaylı vergi oranlarının biraz daha arttırılması yoluyla iç talebin kısılması yoluna gidilmiştir.

Önlemlerin uygulamaya konması ile ekonomi stagflasyon içine girmiştir. Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) 1987 yılında % 39 iken, 1988 yılında % 74'e çıkmıştır. Diğer yandan büyüme hızı ise 1987 yılında % 9,8'den 1988 yılında % 1,5'a gerilemiştir. Rakamlar söz konusu dönemde Türk ekonomisinin girdiği ağır

<sup>182</sup> Kazgan, s.146

stagflasyon durumunu gözler önüne sermektedir. Yüksek devalüasyonun yanısıra faizlerdeki artış toplam talebin daralmasına neden olmuştur. Bu durum 1989 yılında da devam etmiştir ve global ekonomiye entegre olmak suretiyle gelecek kısa vadeli yabancı fonların stagflasyonla mücadelede yardımcı olacağı düşüncesi, 32 Sayılı Karar'ın çıkarılmasında etkili olmuştur.

### 3.2.2 Finansal Liberalizasyonda İkinci Dönem: 32 Sayılı Karar

Türkiye'de finansal serbestleşme sürecinde atılan en önemli adımlardan biri 32 Sayılı Karar ile getirilen yeniliklerdir. Sermaye hesaplarının serbestleşmesi, ekonomik ve finansal serbestleşme ile uyumlu bir uygulamadır ve bir bakıma finansal serbestleşmenin getirdiği doğal bir sonuçtur. 1980 yılında başlayan sermaye hesaplarındaki reform hareketleri 1989 yılında tamamlanmıştır. 1980 yılından önce sermaye hesabı hareketleri yabancı para ile ilgili düzenlemeler tarafından kontrol edilmekte iken, 1980 yılından sonra sermaye hesapları ile ilgili liberalizasyon çalışmaları ilki 1983, ikincisi 1984 yılında olmak üzere, sırasıyla Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 28 ve 30 Sayılı Kararlar ile başlatılmış oldu. Söz konusu kararlar ile kısmi bir serbestleşme sağlandı ise de, tam liberalizasyon 1989 yılında *Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar* (32 Sayılı Karar) ile gerçekleştirilmiş, 24 Ocak 1980 yılından sonra başlanan liberalizasyon hareketinin devamı olma özelliğini taşımıştır. Diğer yandan sermaye hesaplarının liberalizasyonunun örtülü amacı, özel kesimi dışlamadan bütçe açıklarının finansmanına yardımcı olmasıdır.<sup>183</sup>

Türkiye'nin ekonomi tarihinde önemli bir yeri olan ve geçmiş yıllara göre oldukça farklı uygulamalar getiren 32 Sayılı Karar ile liberalizasyon adına önemli bir adım atılmıştır. 32 Sayılı Karar, 11.08.1989 tarihinde 20249 No'lu Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. Yayınlandığı şekli ile oldukça kapsamlı olmakla birlikte, ana hatları ile aşağıdaki gibi özetlenebilmektedir:

- Türkiye'de yerleşik kişilerin;
  - a) Bankalardan ve özel finans kurumlarından sınırsız miktarda döviz satın almaları ve saklayabilmeleri,

---

<sup>183</sup> Akyüz, s.5

- b) Bankalar ve özel finans kurumları aracılığı ile yabancı borsalara kote edilmiş hisse senetleri ile TCMB tarafından alınıp satılan dövizler üzerine düzenlenmiş hazine ve devlet tahvillerini alıp satabilmeleri ve bedellerini yurt dışına transfer edebilmeleri,
- c) Yurt dışında menkul kıymet basmaları, piyasaya sürmeleri ve satmaları,
- d) Yurt dışından menkul kıymet getirmeleri ve yine yurt dışına menkul kıymet çıkartmaları,
- e) Yine yurt dışında irtibat büroları, temsilcilikler ve benzerlerini açmaları serbest hale getirilmiştir.
- Türkiye’de yerleşik olmayan kişilerin;
- a) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na kayıtlı hisse senetlerini satın almaları veya satmaları,
- b) Türk Lirası üzerine mevduat hesabı açabilmeleri ve söz konusu hesaba tahakkuk eden faiz ve anaparayı Türk Lirası veya döviz üzerinden yurt dışına transferi serbestleştirilmiş,
- c) Hiçbir sınırlama olmaksızın yabancı para ve Türk Lirası’nın satın alınması ve yurt dışına transferi mümkün hale getirilmiştir.
- Ayrıca;
- a) Türkiye’de yerleşik olan kişilerin yurt dışında yerleşik olan kişilerden herhangi bir hizmet karşılığı olan döviz alacaklarını ülkeye getirebilmesi,
- b) Yabancı sermayenin, Türkiye’de faaliyet gösteren bankalar ve özel finans kurumları aracılığı ile ülkeye transfer edilebilmesi ve dökümantasyon işlemlerinin gerçekleştirilebilmesi,
- c) Yurt dışından serbestçe döviz kredisi kullanılabilmesi,
- d) Gayrimenkul satışları üzerindeki blokajın kaldırılması ve satış gelirlerinin yurt dışına transferi libere edilmiştir.
- e) Bankalar ve Özel Finans Kurumları’nın, ithalat, ihracat ve görünmeyen kalemler transferleri dışında, 500.000 USD veya muadili dövizin üzerindeki tutarlar için bilgi vermeleri zorunlu hale getirilmiştir.

32 Sayılı Karar ile birlikte ekonomideki bu önemli dönüşüm dövize ulaşabilmeyi serbest hale getirince, bu defa para ikamesi hızlanmıştır. Türk Lirası’nın güven kaybettiği dönemlerde, diğer yabancı paralara olan talep artmış,

döviz ikamesini azaltmak amacıyla hükümet faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalmıştır. Bu durumda yükselen yalnızca nominal faiz oranları değildir, fiyat artışlarından kaynaklanan kayıpları da telafi etmek üzere reel faiz oranları da yüksek tutulmuştur. Reel faizlerin yükselmemesi halinde, bu kez sermaye çıkışıyla birlikte döviz fiyatının artması ve para arzındaki daralma, faizlerin daha yükseklere tırmanmasını mümkün kılacaktır.<sup>184</sup>

32 Sayılı Karar bankacılık sektörünü de etkilemiş ve finansal kurumların başta bankalar olmak üzere geleneksel aracılık görevlerini yerine getirememesine neden olmuştur. Finansal serbestleşme ile birlikte 1989 yılı, bankaların kamu sektörünü fonlamaya yoğun olarak başladıkları dönemi başlatmıştır.<sup>185</sup> Nitekim bankaların aktif kalemleri içerisinde kamu menkul değerlerinin payı giderek yükselmiştir.

1984-1990 yılları arasında dış borç geri ödemeleri yoğunlaşmış ve bu dönemde dış borç geri ödemeleri genellikle iç borçlanma kaynaklarına başvurularak yapılmıştır. Kamu kağıtlarının yurt içinde satışı yolu ile bütçenin finansmanına gidilmesi, nominal ve reel faiz oranlarının artışı teşvik eden bir diğer etmendir.<sup>186</sup> Kısa vadeli sermaye girişleri ithalatın ve kamu açıklarının finansmanında kullanılmıştır. Faiz oranlarının artması kısa vadeli sermaye akımını hızlandırmış ve 1990 yılında doruk noktasına ulaşmıştır. 1990 ve izleyen yıllarda finansal krizler konvertibilite ve sermaye akımlarının, mal hareketlerinin serbestleşmesiyle birlikte sıklaşmış ve 1991, 1994 ve 1998-1999'da krizler yaşanmıştır.<sup>187</sup>

1991 yılından 1994 yılı ekonomik krizine kadar, faiz oranları yeniden serbest piyasada belirlenmiştir. Sonuçta faiz oranlarının tam bir liberalizasyon sürecine girdiği söylenememekte, bunun yerine 1980 – 1994 yılları arası için *daha*

---

<sup>184</sup> Kazgan, s.207

<sup>185</sup> O.N.Altay, "Türk Ekonomisindeki İstikrarsızlığın Bankacılık Sektörüne Etkileri", **Ekonomik Yaklaşım**, Sayı:48, Cilt 14, Yaz 2003, s.51

<sup>186</sup> Güloğlu Bülent, A.Ender Altunoğlu, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler:Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No:27, 2002, s.16

<sup>187</sup> Kazgan, s.278

*fazla libere olunan süreç* ile *daha az libere olunan süreç* ifadeleri kullanılmaktadır.<sup>188</sup>

1990'lı yıllardan itibaren sıklaşan aralıklarla krizlerin yaşanmasında dışsal etkilerden olduğu kadar ve daha fazla içsel etkilerden söz etmek mümkündür. Bunlar;<sup>189</sup>

1. Sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin olması,
2. Başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıksız yapının ve diğer yapısal sorunların kalıcı bir çözüme kavuşturulmamış olmasıdır. Politik çıkarlar için kullanılması sonucu artan görev zararları, bankacılık faaliyetine ters düşen müdahaleler ve kötü yönetim, kamu sermayeli bankaların uzun yıllar kronik yapısal problemler yaşamasına ve mali sistemin kırılganlığını arttırmasına neden olmuştur.

Türk finansal piyasasını kısa vadeli yabancı fonlara cazip kılmak için benimsenen kur politikası da yurt dışından fon girişlerini destekler nitelikte olmuştur. Nitekim Türk Lirası diğer para birimleri karşısında değerli hale gelmiştir. Türk Lirası 1989 yılında % 10, 1990 yılında % 19 değer kazanmıştır.<sup>190</sup> Böylece yurt dışından gelen fonlar, önce Türk Lira'sına çevrilip yüksek reel faiz oranı ile kamu kağıtlarında değerlendirildikten sonra dövize tekrar çevrildiğinde kur makasından da faydalanılmıştır. Sonuçta yabancı yatırımcılar, Türkiye'deki portföylerinden hem faiz hem de kur farkından olmak üzere iki kez kazanç sağlamışlardır.

32 sayılı kararın ardından gelen dolaylı yabancı sermayenin finansal piyasalarda meydana getirdiği hareketlilik gelen dövizin *sıcak para* olarak adlandırılmasına neden olmuştur. Yapılan bir değerlendirmeye göre; Türkiye'ye gelen bu sıcak para yatırım oranlarını aşındırmış, tüketim artışlarını beslemiş ve böylelikle yurt içi tasarruf birikimlerinin azalmasına neden olmuştur.<sup>191</sup> Sonuçta sermaye hesapları üzerindeki kontrollerin kalkması beklendiği gibi, yatırımları besleyecek şekilde toplam tasarruf artışını sağlamamıştır.

<sup>188</sup> Yülek, s.12

<sup>189</sup> TCMB, "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", 2001, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 30.01.2006,

s.1

<sup>190</sup> Yülek, s.97

<sup>191</sup> K.Boratav, **Yeni Dünya Düzeni Nereye**, Ankara:İmge Kitabevi, 2000, s.154

### 3.2.2.1 1994 Ekonomik Krizi ve Finansal Piyasaların Çöküşü

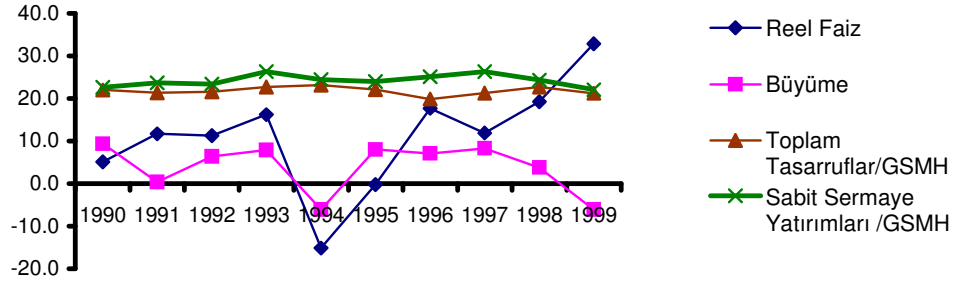
1994 ekonomik krizi irdelenirken, 1985 yılından başlayarak kamu borçlarının incelenmesi gerekmektedir. 1985 yılında Hazine haftalık müzayede düzenleyerek hazine bonusu ve devlet tahvili satışlarına başlamış ve bu yıldan itibaren de bütçe açıklarının finanse edilmesinde kamu kağıtlarına olan bağımlılık giderek artmıştır. 1985 yılı, ayrıca bütçe dengesinin giderek kötüleştiği ve bütçe disiplininin kaybedildiği bir yıl olmuştur. Bu kötüleşme 1989 yılından sonra özellikle hızlanarak devam etmiştir (bkz. Tablo 10). Bütçe dengesinin bu denli bozulması ve bütçe açığının giderek artmasının en önemli nedeni, kamu borçlanma kağıtlarına uygulanan faiz oranının rekor seviyelere kadar çıkmasıdır. 1989 yılında Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) faiz oranı % 60 iken, 1993 yılında % 88'e, 1994 yılında % 165'e hızla yükselmiştir (bkz. Tablo 11).

**Tablo 11 - 1990 - 1999 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>REEL EKONOMİ</b>										
GSMH (Milyon YTL)	397	634	1,104	1,997	3,888	7,855	14,978	29,393	53,518	78,283
GSMH (Milyar USD)	152	152	161	182	131	172	185	194	206	188
Kişi Başına GSMH (USD)	2,682	2,621	2,708	3,004	2,184	2,759	2,928	3,079	3,255	2,879
Büyüme (% Artış)	9.4	0.4	6.4	7.9	-6.1	8.0	7.1	8.3	3.8	-6.1
<b>ENFLASYON (% Artış)</b>										
TÜFE (Yıl Sonu)	60.3	65.9	70.1	66.1	106.3	88.0	80.4	85.7	84.7	64.9
<b>FAİZ ORANLARINDAKİ DEĞİŞİM (% Artış)</b>										
Mevduat Faiz	57.3	66.0	73.6	74.4	102.6	91.6	92.8	93.0	93.3	85.5
Interbank Gecelik Faiz	62.7	59.9	67.8	69.9	92.1	106.3	74.3	77.9	79.0	69.9
DİBS	54.0	80.5	87.7	87.6	164.4	121.9	135.2	127.2	122.5	109.5
Reel Faiz	5.1	11.7	11.2	16.2	-15.1	-0.2	17.7	11.9	19.3	32.8
<b>KAMU MALİYESİ (% Artış)</b>										
KKBG/GSMH	7.4	10.2	10.6	12.0	7.9	5.0	8.6	7.7	9.4	15.5
İç Borç Stoku/GSMH	14.4	15.4	17.6	17.9	20.6	17.3	21.0	21.4	21.7	29.3
Konsolide bütçe faiz ödemeleri/GSMH	5.1	6.1	6.1	8.2	10.8	9.5	11.5	8.9	12.6	15.3
Faiz Dışı KKBG/GSMH	2.3	4.0	4.4	2.0	-4.6	-4.5	-2.9	-1.2	-3.3	0.2
<b>YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİ (Milyon USD)</b>										
Dolaysız Yatırımlar Giriş	684	810	844	636	608	885	722	805	940	783
Yabancı Portföy Yatırımları	681	714	3,165	4,480	1,123	703	1,950	2,344	5,089	4,188
<b>FİNANSAL DERİNLİK (% Artış)</b>										
M2/GSMH	18.0	18.5	17.3	14.1	16.2	16.0	2.0	19.2	21.3	28.1
M2Y/GSMH	23.5	26.5	26.6	23.7	30.7	30.7	35.9	36.3	37.8	51.3
Krediler/GSMH	16.4	16.0	16.8	17.1	14.8	17.1	20.7	24.5	20.7	20.6

Tablo 11 (devam) - - 1990 - 1999 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>BANK. SEKT. ARACILIK FONK. (% Artış)</b>										
Krediler/Mevduat	80.2	71.5	73.2	84.0	55.2	62.4	60.0	69.1	59.1	42.2
<b>TOPLAM TASARRUFLAR (% Artış)</b>										
Toplam Tasarruflar/GSMH	22.0	21.4	21.6	22.7	23.1	22.1	19.9	21.3	22.7	21.2
TL Mevd./Toplam Mevd.	75.1	67.6	62.5	56.8	49.9	49.1	51.6	49.6	55.4	54.1
DTH/Toplam Mevduat	24.9	32.4	37.5	43.2	50.1	50.9	48.4	50.4	44.6	45.9
Topl.Tas. Artış Hızı	50.9	79.4	75.4	60.3	155.5	101.7	138.5	100.7	80.8	103.6
<b>TOPLAM YATIRIM (% Artış)</b>										
Sabit Sermaye Yatırımları /GSMH	22.6	23.7	23.4	26.3	24.5	24.0	25.1	26.3	24.3	22.1
Kamu Sektörü Yatırımları/GSMH	7.0	7.5	7.4	7.2	4.9	4.2	5.1	6.1	6.3	6.6
Özel Sektör Yatırımları/GSMH	15.7	16.2	16.0	19.1	19.6	19.8	20.0	20.2	18.1	15.5

**Kaynak:** TCMB ve DPT verileri kullanılarak yapılmıştır.



**Grafik 3 - 1990-1999 Yılları Arasında Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Gelişmeler**

1993 yılında, 1991 ve 1992 yılları boyunca artarak devam eden ve faizler üzerinde büyük baskı oluşturan kamu açıklarının finansman maliyetinin düşürülmesi amacıyla, kamu borçlanma stratejisi değiştirilerek faiz oranlarının düşürülmesine karar verilmiştir. Ancak bu durum piyasada belirsizliği arttırarak, hazine bonosuna olan talepte azalma başlamış, bu defa dış kaynak bulmakta zorlanan hazine, iç piyasadan da borçlanmayı azaltma yoluna gidince TCMB parası daha sık kullanılıp, kısa vadeli avans çekilmeye, sonuçta borçlarda parasallaşmaya neden olmuştur.

1994 yılının ilk çeyreğinde bu strateji sonucunda; bir yandan Hazine fon ihtiyacını yalnızca TCMB'den kullandığı kısa vadeli avanslarla karşılayabilir duruma gelmiş, diğer yandan da piyasadaki likidite fazlalığı döviz kurları ile ilgili



spekülasyonlara neden olmuştur. Likidite fazlası, devalüasyon beklentisi nedeniyle dövize yönelmiştir.

TCMB faiz oranlarını suni olarak düşük tutmaya çalışırken, aynı zamanda döviz kurlarını korumak için piyasaya döviz satışı yapmıştır. Ancak sonuç hem uluslararası rezervlerin hem de TCMB'nin döviz rezervlerinin tarihindeki en düşük seviyesine düşmesine neden olmuştur.<sup>192</sup> Yüksek enflasyon, yüksek cari işlemler ve bütçe açıkları başta olmak üzere ekonomik dengesizlikler Türk Lirası'na olan güveni sarsmış, Türk Lirası tutmanın çekiciliği kalmamıştır. TCMB bu defa döviz kurlarında artışa giderek döviz ile ilgili spekülasyonu durdurmaya çalışsa da piyasadaki panik havası artarak döviz kurlarının daha da fazla yükseleceği beklentisine yol açmıştır.

Piyasalara müdahale ve artan panik havasının yanısıra finansal serbestleşme ile birlikte serbestçe açılabilen döviz tevdiat hesaplarına hükümet tarafından el konulup, Türk Lirası'na çevrileceği yolunda söylenti çıkması, döviz mevduat hesabı sahiplerinin bankalardan hızla dövizlerini çekmesine neden olmuştur. Üstelik bankalardan kaçış döviz hesapları ile sınırlı kalmamış, Türk Lirası hesaplarından da çıkışlar başlayınca piyasada topyekûn bir likidite krizi başlamıştır. Böylece kamu borçlanma stratejisinde değişiklik ile başlayan dalgalanma tüm makro ekonomik göstergeleri sarsan finansal piyasa krizi ile sonuçlanmıştır. Sonuçta 1994 Krizi'ni meydana getiren kredibilite bunalımının temelinde, sürdürülemez duruma gelen ve GSMH'ya oranı % 3,8'e yükselen cari açık, bankaların açık pozisyonlarında meydana gelen genişleme ve hükümetin faiz hadlerini baskı altında tutmaya yönelik zorlamaları bulunmaktadır.<sup>193</sup>

1989 yılı sonrasında kısa vadeli yabancı fonları çekebilmek amacıyla Türk Lirası'nın değer kazanması;

1. Bankaların açık pozisyonlarını yükseltmelerine ve taşıdıkları bu riskle kırılganlıklarının artmasına,

<sup>192</sup> TCMB, **The Impact Of Globalization On The Turkish Economy**, s.32

<sup>193</sup> M.T. Ogun, "Türkiye'de Cari Açıklar ve Ekonomik Krizler", **Kriz ve IMF Politikaları** (Editör:Ömer Faruk Çolak), İstanbul:Alkim Yayınevi, 2002, s.59

2. İç talebi arttırarak ihracatçıların yurt içine üretim yapmasına ve toplam ihracatlardaki azalmaya karşılık cari işlemler açığının büyümesine neden olmuştur.

Yukarıda sayılan her iki neden de ekonominin 1994 finansal krizine dayanıksız yakalanmasına yol açmıştır. Piyasalarda karışıklığın başladığı 1994 yılı başlarında bu defa Türk Lirası'nın değer kaybı %19 olarak gerçekleşmiştir. Bunda yeni oluşturulan Hükümet'in Türk ihracatının rekabet kabiliyetini arttırma istekleri de etkili olmuştur.

Nisan 1994 krizi makro ekonomik göstergelerin önemli ölçüde bozulmasına neden olmuştur. Bunlar ana hatları ile aşağıda sıralanmıştır;

- Döviz kurları ve kamu mal ve hizmet fiyatlarında keskin bir artış meydana gelmiş, TÜFE % 106'ya fırlamış, Türk Lirası birgün içinde % 39 değer kaybetmiştir,
- Döviz rezervleri adeta erimiştir,
- Gelir dağılımı hızla bozulmuş ve toplam talep ülke genelinde düşmüştür,

1994 yılının sonlarında toplam üretim de hızla azalmıştır.

Grafik 3'de de görüldüğü gibi, 1994 yılında reel faiz ve büyüme eğrileri hızlı düşüşü göstermektedir. Alınan önlemlerle büyüme eğrisinin 1994 yılının ortalarında, reel faiz eğrisinde 1995 yılında yükseldiği görülmektedir. Sabit sermaye yatırımları ve tasarruf göstergeleri eğrilerine bakılacak olursa, yine bir azalma göze çarpmaktadır.

Krizin hemen ardından Türk yetkililer ile IMF arasında yapılan stand-by anlaşmasının ardından, 5 Nisan Kararları olarak da bilinen önlemler paketi kabul edilmiştir. 5 Nisan Kararları konjonktürel ve yapısal olmak üzere iki tür kararlar dizisini içermektedir.<sup>194</sup> İçerdiği şok tedbirlerle bir heteredoks istikrar programı benzeri olan 5 Nisan 1994 kararları içerisinde iki önemli husus dikkat çekmektedir; birincisi tüm mevduat hesaplarının devlet güvencesine alınması, ikincisi ise

<sup>194</sup> İ.Parasız, "Enflasyon ve İstikrar Tedbirleri", **İktisadın İlkeleri** (Editör:Ömer Faruk Çolak), Ankara: Alkim Yayınevi, 1996, s.597

TCMB'nin Hazine'ye kullandığı kısa vadeli avans oranının dereceli olarak azaltılmasıdır.

1994 krizinin ardından TCMB'nin Hazine'ye kullandığı kısa vadeli avans olanaklarının TCMB'nin fiyat istikrarını sağlama politikası ile çelişmesi nedeniyle, 25 Nisan 1994 tarih, 3985 sayılı Kanun'la kamu kesiminin parasal genişleme yoluyla finansmanının sınırlandırılması amaçlanmıştır.<sup>195</sup> Kamu maliyesi ve para politikaları için oldukça önemli olan bu kanun ile kısa vadeli avans hesabı limitinin, yıllar itibariyle kademeli olarak azaltılarak sonunda tamamen kaldırılmasına karar verilmiştir. Böylece daha önce toplam bütçe ödeneklerinin % 15'i olarak sınırlandırılmış olan kısa vadeli avans hesabı limiti, söz konusu kanun ile % 12'ye indirilmiş ve 1995 yılı itibariyle uygulanmaya başlanmıştır. Daha sonraki yıllarda bu düşüş devam etmiş, 1998 yılında % 3'e gerilemiştir. Nihayet 5.5.2001 tarihinde 4651 no'lu Kanun uyarınca T.C. Merkez Bankası'nın 1211 sayılı Kanunu'nun 56.maddesi değiştirilerek, hazineye kullanılan kısa vadeli avans olanağı tamamen kaldırılmıştır.

5 Nisan Kararları ile birlikte kurlar serbest bırakılmış, ancak TCMB gösterge niteliğindeki resmi kuru tespit edip, birgün önceden ilan etmeye başlamıştır. Böylece döviz kurunda istikrar sağlanması amaçlanmıştır. Genel olarak değerlendirildiğinde 5 Nisan kararları kısa vadeli hedeflerine ulaşmış, orta ve uzun vadeli hedefler gerçekleştirilememiştir.<sup>196</sup> 1994 yılı krizi ile birlikte alınan devalüasyon kararı, bankacılık sistemini olumsuz etkilemiştir. Nitekim finansal serbestleşmenin ardından serbestçe yurt dışından kaynak getiren bankalar, bu kaynağı yurt içinde Türk Lirası'na çevirip çoğunlukla kamu kağıtlarına yatırarak devleti finanse etmişler, bazen de kısa vadeli kredilere plase etmişlerdir. Ancak bu durum banka bilançolarında hem döviz açığı hem de vade uyumsuzluğu yaratmış, sistemin kırılmasını arttırmıştır. Krizle birlikte döviz kurunun değer kazanması ile açık pozisyonlarını kapatmaya çalışan bankalar önemli risk altına girmişlerdir. Sonuçta üç banka bu nedenle iflas etmiştir.

<sup>195</sup> Ö.F.Çolak, "Maliye Politikası", **İktisadın İlkeleri**, (Editör:Ömer Faruk Çolak), Ankara: Alkim Yayınevi, 1996, s.563

<sup>196</sup> Güloğlu, s.19

1995 ve 1996, politik belirsizlikler ile faiz oranı politikalarında yapılan sık değişikliklerin yaşandığı yıllar olmuştur. Ancak reel faiz oranları istikrarlı değildir, 1994 yılındaki kadar olmasa da, iniş ve çıkışlar yaşanmıştır (bkz. Grafik 3). 1998 Rusya krizine dek, Türkiye'nin herhangi bir finansal kriz içerisine girmemesinde; TCMB'nin önemli bir artış gösteren döviz rezervleri ile hazine bonosu faizlerindeki esneklik yardımcı olmuştur.

### 3.2.2.2 1998 Yılında Yaşanan Dış Kaynaklı Kriz

Finansal piyasalarda reformların ardından Türk ekonomisi global sermayeye açıldıktan sonra, ülke ekonomisi yurt dışında meydana gelen krizlerden doğrudan etkilenmeye başlamıştır. Nitekim 1997 yılında Asya'da, 1998 yılında Rusya'da yaşanan ekonomik krizler diğer ülkeleri olduğu gibi Türkiye'yi de hemen etkisi altına almıştır. Rusya'da krizin başlamasının ardından Türkiye'den çıkan portföy yatırımı amaçlı yabancı sermayenin tutarı yaklaşık 5 Milyar USD'dir (bkz. Tablo 11). Bunun etkisi ile TCMB'nin döviz rezervleri belirgin bir şekilde azalarak, 1998 Ağustos ayı başında 26,3 Milyar USD iken, 28 Ağustos 1998'de 21,9 Milyar USD'ye inmiştir.<sup>197</sup> Kriz ile birlikte gelecekle ilgili alınacak ekonomik kararlardaki belirsizlikler, halihazırda daralmış olan tüketim harcamalarının daha da gerilemesine, imalat sanayi üretimi ve sabit sermaye yatırımlarında da azalmaya neden olmuştur. Yatırım ve üretimdeki bu azalma büyüme üzerinde de etkisini göstermiş ve 1997 yılında % 8,3 olan büyüme hızı, 1998 yılında % 3,8'e düşmüştür (bkz. Tablo 11).

1998 yılı krizi ilk etkisini İMKB'de göstermiş ve hisse senetlerinin piyasa değeri bir önceki yıla göre yarı yarıya düşmüştür. İMKB'den çıkışların azaltılması amacıyla DİBS faiz oranları düşürülmüştür. Bunun dışında hükümet bazı önlemler almıştır. Ancak krizin ardından yaşanan belirsizlik tüketim harcamalarının daha da azalmasına neden olarak, ekonomik büyüme hızında düşüş yaşanmasına neden olmuştur (bkz. Grafik 3).

1999 yılına gelindiğinde ise krizin etkileri devam etmiş, imalat sanayi sektörü üretiminde büyük bir azalma meydana gelmiş, bunun da etkisi ile büyüme

---

<sup>197</sup> Güloğlu, s.21

hızı negatif değer almış; 1998 yılında % 3,8 iken, 1999 yılında - % 6,1 olarak gerçekleşmiştir (bkz. Tablo 11 ve

**Grafik 3).** Büyüme hızında bu denli hızlı azalmanın diğer bir nedeni ise 17 Ağustos depremidir. 1998 yılı krizinin ardından alınan önlemlerle ekonomik büyüme hızlansa da, bu defa ekonomi dışında bir doğa olayı 17 Ağustos depremi büyümenin gerilemesine ve üstelik negatif değer almasına neden olmuştur. Sonuç olarak, 1999 yılında Türk ekonomisinin büyüme hızında etkili olan faktörler genellikle ülke ekonomisi dışından kaynaklanmıştır.

### 3.2.3 1999 Yılında Alınan Kararlar ve Sonrasında Yaşanan Gelişmeler

1999 yılında finansal piyasaları da ilgilendiren çeşitli kararlar alınmıştır. Söz konusu kararlar bankacılık sektörü ile ilgili olanlar ve 2000 yılı enflasyonu düşürme programı başlıkları altında incelenmiş, daha sonra da gelişmelere yer verilmiştir.

#### 3.2.3.1 Bankacılık Sektörü İle İlgili Alınan Kararlar

Uzak Doğu Asya’da yaşanan finansal kriz sonrasında, özellikle bankacılık sektörünün denetlenmesinde etkinliğin artırılmasına ilişkin görüşler uluslararası alanda yaygınlaşmış, bankacılık sektörünün denetiminde etkinliğin artırılması ve Uluslararası Ödemeler Bankası tarafından belirlenen kurallara uyumun sağlanması çalışmaları Türkiye’de de yoğunlaşmıştır.<sup>198</sup> Bu doğrultuda 4389 sayılı yeni Bankalar Kanunu 18.06.1999 tarihinde kabul edilmiştir. Yeni Kanun ile birlikte *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu* adı ile yeni bir kurumun faaliyete geçmesine karar verilmiştir. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nun (BDDK) başlıca sorumlulukları;

- Bankacılık Kanunu’nun uygulanmasını sağlamak ve uygulamayı denetlemek,
- Bankaların kurulması ve sistemden çıkarılmasına ilişkin kararlar almak,
- Tasarrufların güvence altına alınmasını sağlamaktır.

<sup>198</sup> TCMB, “1999 Yılı Raporu”, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 11.02.2007

Böylece bankaların kuruluşuna, birleşmesine ve tasfiyesine, ayrıca bankacılık işlemleri yapma ve mevduat toplama yetkilerinin kaldırılmasına ve karşılığa tabi kredilerin belirlenmesine dair kararları alma yetkisi daha önce Bakanlar Kurulu'na aitken, yeni kararlar söz konusu yetkiler, BDDK'nın karar organı olan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'na devredilmiştir. Daha sonra 19.12.1999 tarihinde bir kez daha yapılan kanun değişikliği ile BDDK'nın yetkileri genişletilmiştir.

4389 sayılı yeni Bankacılık Kanunu ile ayrıca denetleme mekanizması anlamında Avrupa Birliği uygulamalarına ve uluslararası standartlara uyum sağlanması da amaçlanmıştır. Kanun'un getirdiği bir diğer yenilik, bankaların kuruluşları ve faaliyetlerinin sürdürülmesinin daha fazla şartlara bağlanmış olmasıdır. Ayrıca bankalardan içsel kontrol ve risk yönetim sistemlerinin de kurulması yine Kanun ile şartla bağlanmıştır.

### 3.2.3.2 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı

1980 yılından sonra hükümetlerin uygulamaya koyduğu üç radikal önlemler paketinden üçüncüsü 9 Aralık 1999 kararlarıdır. IMF ile Türkiye arasında 1998 yılında *Yakın İzleme Anlaşması* imzalanmış ve bu anlaşmada uygulanacak makro ekonomik politikalar belirlenmiştir. Türkiye 1999 yılında enflasyonla mücadele programına başlamadan önce, Meksika ve Güney Asya ülkelerindeki duruma benzer sürdürülebilir cari işlemler açığına ve iç borç/GSMH oranına ve yaklaşık olarak Meksika ve Tayland'ın kriz öncesi sahip olduğu M2Y/rezervler oranına sahipti, ancak bu ülkelerden farklı olarak Türkiye'de enflasyon ve faiz oranları oldukça yüksek, büyüme hızı ise düşüktü.<sup>199</sup>

Geçmişteki istikrar önlemlerinin başarısızlıkla sonuçlanması 1998 yılında kamu otoritelerini kapsamlı bir enflasyon karşıtı önlemler dizisi sunmaya teşvik etmiştir. Ancak daha önce de bahsedilen Asya ve Rusya krizleri ve 1999 yılında deprem felaketi ve politik belirsizlikler önlemlerin başarılı bir şekilde uygulanmasını engellemişlerdir. Bunun üzerine IMF ile anlaşmalı olarak 1999 yılında yeni bir

---

<sup>199</sup> Güloğlu, s.23

program hazırlanmıştır. Yüksek enflasyon ve faiz oranının düşürülmesi amacıyla, 1999 yılında önlemler paketi ile 2000 – 2002 yıllarını kapsayacak şekilde belirlenen makro ekonomik politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Program'ın asıl adı *2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı* (Program)'dır. Adından da anlaşılacağı gibi esas amaç kronikleşen enflasyonun düşürülmesidir. Enflasyon dışında da bazı hedeflere hizmet etmesi beklenen Program'ın temel amaçları şu şekilde sıralanabilir;<sup>200</sup>

1. Tüketici enflasyonunu, yapısal reformlarla desteklenen, birbiriyle tutarlı, güçlü, itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, gelir, para ve kur politikalarının eş güdümlü uygulanması ile 2000 yılı sonunda % 25, 2001 yılı sonunda % 21 ve 2002 yılında % 7'ye indirmek,
2. Reel faiz oranlarını makul düzeye düşürmek,
3. Ekonominin büyüme potansiyelini artırmak,
4. Ekonomideki kaynakları daha etkin ve adil dağıtmak,
5. Mali disiplini sağlamaktır.

Bu hedeflere ulaşmak amacıyla sıkı para, maliye, gelir ve kur politikasının yanısıra özelleştirmeye de hız verilmesi amaçlanmıştır.<sup>201</sup> Program'da mevduat munzam karşılıkları ile ilgili de düzenleme yapılmış, bankaların likidasyonlarını rahat ayarlayabilmeleri için esneklik getirilmiştir. Program'dan önce % 8 olan bloke hesapta tutulacak oran, 2000 yılı itibariyle % 6'ya indirilmiş ve kalan % 2'lik kısım için haftalık ortalamalar bazında tutturabilme olanağı sağlanmıştır.

2000 yılında programın ciddiyetle uygulanması ile kamu açıklarında hedeflenen azalma sağlanabilmiştir. Ancak 2000 yılı sonunda finansal kriz yaşanması ve hedeflenen enflasyon oranında sapmalar meydana gelmesi belirsizliği arttırarak, programa olan güveni azaltmıştır. Bu durumda kamu dışındaki ekonomik birimlerin programa uyum çabası ve isteğini, dolayısıyla programın gelecekteki başarı şansını azaltmıştır.

<sup>200</sup> G.Erçel, "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması", [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 9 Aralık 1999

<sup>201</sup> O.Demir, "2000 Yılı Sonunda Yaşanan Finansal Kriz ve Uygulanan İstikrar Programı Üzerine Düşünceler", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:16, Sayı:184, Temmuz 2001, s.60

2000 yılına gelindiğinde, 1980’li yıllardaki finansal serbestleşme mantığından bir hayli uzaklaşmış olduğu görülmektedir. Örneğin programda faiz oranlarının düşürülmesi için çaba sarfedilmesi hedeflenmiştir, oysa finansal serbestleşme ile beklenen faizlerin yükseltilmesi yoluyla tasarruf ve yatırım kanallarından büyümenin etkilenmesidir. Ayrıca döviz kurlarının serbest piyasada belirlenmesi ilkesinden de vazgeçilmiş ve döviz kurları kontrol altına alınmıştır. Programda faiz ve döviz kurları dışında, mali ve para piyasalarının disipline edilmesine yönelik önlemler de alınmış ve çeşitli kısıtlamalar getirilmiştir. Programın aslında en önemli hedefi de budur, uzun yıllar boyunca yaşanan krizlerde, finansal reformlar gibi çeşitli düzenlemelerin uygulanmasındaki başarısızlıklar ile yüksek reel faiz ve enflasyonun altında, mali disiplinsizliklerin önemli katkısı olmuştur. Bunlar biliniyor olmasına rağmen mali disiplin sağlanmasına yönelik ciddi önlemler alınmasında oldukça geç kalınmış, bunun maliyeti ise ekonomiye ağır olmuştur.

### **3.2.3.3 2001 Krizi Ortaya Çıkış Nedenleri ve Finansal Piyasalar İle Etkileşimi**

Programın uygulanmasının ardından döviz kurlarındaki belirsizliğin kalkması ve risk priminin azalmasına paralel olarak faiz oranlarında keskin bir düşüş yaşanmıştır (bkz. Tablo 12 ve Grafik 4 ). Enflasyon hızı üzerinde de olumlu etkisini gösteren gelişmelerin ardından, bütçenin faiz yükünün azalması ile bütçe dengesi rahatlamıştır. Ancak program hedefinin üzerinde seyreden ve giderek artan cari açık, özelleştirme ve stabilizasyon programı uygulamalarındaki gecikmeler nedeniyle daha kötüleşince, yabancı kısa vadeli sermaye çıkışları başlatmış ve Ağustos 2000’de faiz oranları tekrar yükselmeye başlamıştır. Kısa vadeli sermayenin seyyalyeti krizlerin önemli nedenleri arasına girmektedir.

2000 yılının son çeyreğinde kamu otoritelerinin stabilizasyon programını tamamlamada isteksiz olmaları ve IMF’nin kredinin üçüncü dilimin kullanımını engellemesi, cari açığın çok daha kötüleşmesine neden olmuştur. Bu durum yabancı yatırımcılar üzerinde negatif etki yapmış ve önlem olarak faizin yükseltilmesi ters etki meydana getirerek kısa vadede kendisini kamu kağıtları finanse eden bazı



bankaların finansal yapılarının bozulmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler finansal sektörün tamamında bir güven kaybına neden olmuştur.

2000 yılı finansal krizinin temelinde yatan sebeplerin başında, bankacılık sektörünün uzun zamandır asli görevinden uzaklaşmış olması ve kamu açıklarını finanse eder bir yapı içerisine girmesi gelmektedir. Uygulanan istikrar programı sonucu, kamunun piyasadan daha az miktarda ve daha düşük faiz ile borçlanmaya başlaması ile bankaların gelirleri önemli kayıplara uğramıştır. Ayrıca döviz, Türk Lirası ve hisse senetleri piyasasında önemli miktarda alım-satım yapan spekülâtörler, piyasalardaki dalgalanmalardan önemli kazançlar elde edebilmekte ve ekonomik istikrarı olumsuz etkileyebilmektedirler.

**Tablo 12 - 2000 - 2006 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler**

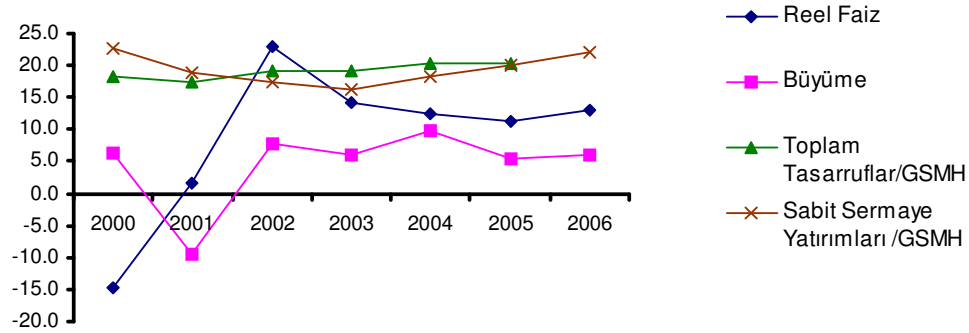
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>REEL EKONOMİ</b>							
GSMH (Milyar YTL)	126	176	275	357	429	486	576
GSMH (Milyar USD)	201	145	183	238	302	361	400
Kişi Başına GSMH (USD)	2,965	2,105	2,619	3,383	4,172	4,964	5,477
Büyüme (% Artış)	6.3	-9.5	7.9	5.9	9.9	5.5	6.0
<b>ENFLASYON (% Artış)</b>							
TÜFE (Yıl Sonu)	54.9	54.4	45.0	25.3	8.6	8.2	9.6
<b>FAİZ ORANLARINDAKİ DEĞİŞİM (% Artış)</b>							
Mevduat Faiz	38.2	62.1	53.9	40.3	23.6	19.8	21.5
Interbank Gecelik Faiz	199.0	59.0	44.0	26.0	19.1	15.5	20.0
DİBS	38.0	96.2	63.8	45.0	25.7	14.1	21.5
Reel Faiz	-14.8	1.7	23.1	14.2	12.5	11.3	12.9
<b>KAMU MALİYESİ (% Artış)</b>							
KKBG/GSMH	11.8	16.5	12.6	9.3	4.7	-0.4	-3.1
İç Borç Stoku/GSMH	29.0	69.2	54.5	54.5	52.3	50.3	46.6
Konsolide bütçe faiz ödemeleri/GSMH	17.5	24.5	19.7	17.1	13.7	9.4	8.5
Faiz Dışı KKBG/GSMH	-5.7	-8.1	-7.0	-7.7	-8.9	-9.0	
<b>YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİ (Milyon USD)</b>							
Dolaysız Yatırımlar Giriş	982	3,352	1,137	1,752	2,883	9,801	20,168
Yabancı Portföy Yatırımları	1,615	-3,727	1,503	3,851	9,411	14,670	11,402
<b>FİNANSAL DERİNLİK (% Artış)</b>							
M2/GSMH	26.0	26.2	22.6	23.2	25.3	30.0	29.0
M2Y/GSMH	43.8	58.0	48.9	42.3	43.0	46.0	44.0
Krediler/GSMH	21.0	18.4	11.9	13.9	18.2	24.9	31.6
<b>BANK. SEKT. ARACILIK FONK. (% Artış)</b>							
Krediler/Mevduat	48.9	32.8	26.4	34.8	45.6	57.2	63.7

<b>TOPLAM TASARRUFLAR (% Artış)</b>							
Toplam Tasarruflar/GSMH	18.2	17.5	19.2	19.3	20.2	20.4	
TL Mevd./Toplam Mevd.	54.7	42.4	43.7	52.4	56.0	65.0	62.0
DTH/Toplam Mevduat	45.3	57.6	56.3	47.6	44.0	35.0	38.0
Topl.Tas. Artış Hızı	39.6	87.3	26.5	13.1	21.5	21.6	22.7

**Tablo 12 (devam) - 2006 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>TOPLAM YATIRIM (% Artış)</b>							
Sabit Sermaye Yatırımları /GSMH	22.8	19.0	17.3	16.1	18.4	20.0	22.0
Kamu Sektörü Yatırımları/GSMH	6.8	6.4	6.3	4.9	4.5	5.0	5.0
Özel Sektör Yatırımları/GSMH	15.9	12.6	11.0	11.2	13.9	15.0	17.0

Kaynak: TCMB, MB, DPT, TBB

**Grafik 4 - 2000-2006 Yılları Arasında Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Gelişmeler**

Sonuçta Kasım 2000’de yabancı yatırımcılar Türkiye’deki portföylerini hızla azaltmaya başlamışlardır. Tablo 12’ye bakılacak olursa; 1999 yılında portföy yatırımları 4,1 Milyar USD iken, 2000 yılı sonunda 1,6 Milyar USD’ye düşmüştür. Bunun nedenlerini özetlemek gerekirse;<sup>202</sup>

1. Ekim ayında enflasyon ile ilgili beklentilerde hayal kırıklığı yaşanması,
2. Aylık dış ticaret açığının beklenenden daha yüksek çıkması,
3. Özelleştirme ile ilgili politik güçlükler,
4. Avrupa Birliği ile giderek kötüleşen ilişkiler,
5. Arjantin ile ilgili olumsuz ekonomik gelişmeler,
6. Bazı bankaların kanunsuz işlerinin ortaya çıkarılması ve BDDK’ya devredilmeleri.

Yabancı yatırımcıların bu hızlı çıkışı, kaynak temini bakımından dış fonlara bağımlı hale gelmiş olan bankaların giderek ağırlaşan bir likidite krizine girmelerine neden olmuştur. Yurt dışına çıkan yatırımcı portföyünün değeri 5,2 Milyar USD’yi bulduğunda, TCMB’nin döviz rezervleri bir hayli azalmıştı. Bunun üzerine 2000 yılı

<sup>202</sup> Akyüz, ss.15-19

sonunda bankaların yıl sonu bilançolarının görünümünü iyileştirmek ve BDDK denetimi nedeniyle açık pozisyonlarını kapatmak için döviz taleplerini arttırmaları finansal kirizi alevlendirmiştir.

Program gereği TCMB'nin piyasayı likidite bakımından rahatlatmaması ve Hazine'nin de vadesi gelmemiş hazine bonosu ve devlet tahvillerini kırmaması, döviz satın almak için nakit arayışına giren bankaların likidite sıkışıklığını arttırmıştır. Finansal piyasalardaki bu olumsuz gelişmeler bankalara olan güvenin giderek azalmasına neden olmuş ve mevduat ve kredi vadelerindeki dengesizlikler de eklendiğinde Kasım 2000 itibariyle kısa vadeli faiz oranları hızla yükselmiştir (bkz. Tablo 12).

Faiz oranlarının olağanüstü yükselişi, portföylerinde ağırlıklı olarak devlet borçlanma kağıtları bulunan ve bunları gecelik piyasadan borçlanarak finanse eden bankaları büyük bir risk karşısında bırakmıştır. Hemen ardından devlet tahvili ve hazine bonosu fiyatları ve İMKB'de hisse senetleri önemli değer kaybına uğramıştır. TCMB'nin piyasaya müdahalesi ve IMF'den gelen finansman kaynağı ekonomiyi biraz olsun rahatlatmıştır. TCMB döviz rezervlerini toparlarken, kriz öncesindeki duruma düşmemekle birlikte faiz oranlarında önemli bir düşüş meydana gelmiştir.

Önlemlerin alınması ile yabancı sermaye girişi tekrar hızlanmaya başlamış, ancak bankacılık sisteminin kırılganlığı büyük ölçüde artmıştır. Ekonominin temel problemleri giderilmediği için istikrarsızlık devam etmiş, bu defa vadelerin kısalması ve faizlerin yükselmesi, kamunun borç geri ödeme kabiliyetinin sürdürülebilirliği ile ilgili kaygıları kuvvetlendirmiştir. Devam eden istikrarsızlıktan kaynaklanan tedirginliğin üzerine, 2001 yılının başında IMF ile yeni anlaşmanın yapıldığı sırada koalisyon hükümeti arasındaki anlaşmazlıklar piyasaya olan güvenin sarsılmasına neden olmuştur.

Sonuçta 19 Şubat 2001'de tutarı yaklaşık 7,6 Milyar USD'yi bulan aşırı döviz talebi, TCMB'nin döviz kuru değerini korumak için piyasaya müdahalesine ve aşırı likidite sıkışıklığı içerisine giren piyasalarda faizlerin yükselmesine neden olmuştur. Faizlerdeki bu yükseliş ise yabancı fonların adeta kaçışını engelleyememiştir. Bununla birlikte kamu bankalarının olağanüstü yükselen likidite

talebi ödeme sistemini kilitlemiştir. Sonuçta 22 Şubat 2001’de, 1999 yılı enflasyon önleyici istikrar programının temel taşlarından olan *sürünen pariteler* rejimi terk edilmiştir. Kriz sonrası finansal piyasalardaki karmaşanın derinleşmesi ile birlikte, ekonomi yönetimi değişmiş ve IMF ile Mayıs 2001’de *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı* adı altında yeni bir programa imza atılmış ve ilave olarak 8 Milyar USD stand-by kredisi sağlanmış, böylece Aralık 1999 programından beri temin edilen IMF kredileri toplam 19 Milyar USD’yi bulmuştur.<sup>203</sup>

2000 yılı programının başarısızlıkla sonuçlanmasının temelinde yatan neden, başta kamu finansmanı ve bankacılık sektörü olmak üzere ekonomik birimlerin devam eden yapısal problemleri ve kırılganlıklarıdır. Kamu finansmanındaki problem daha önce de belirtildiği gibi yüksek reel faiz ve kamu borçlarının birbirlerini besleyerek sürdürülemez bir aşamaya gelmeleridir. Nitekim Tablo 12’de de görüldüğü gibi iç borç stokunun GSMH içindeki payı 2000 yılında % 29 iken, 2001 yılında hızlı bir yükselişle % 69’a çıkmıştır. Kamu bütçesinin durumu ile ilgili bu kötü sonuç son yirmi yıl incelendiğinde, 1980 yılından bu yana görülen en yüksek değerdir (bkz. Tablo 14).

### **3.2.3.4 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, Finansal Piyasalara Etkisi ve Ardından Yaşanan Gelişmeler**

Yeni programın temel amacı kur rejiminin terkedilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak ve eşanlı olarak bu duruma bir daha dönülmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmaktır.<sup>204</sup>

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (Geçiş Programı)’nın ana stratejisi üç başlık altında toplanabilir;<sup>205</sup>

- a) Finansal piyasalardaki istikrarsızlığı azaltacak önlemler,
- b) Para ve döviz piyasasında istikrar sağlayacak önlemler,
- c) Makroekonomik dengelerin kurulmasına yönelik önlemler.

<sup>203</sup> Akyüz, s.21

<sup>204</sup> TCMB, “Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”, s.12

<sup>205</sup> TCMB, *The Impact Of Globalization On The Turkish Economy*, s.52

Geçiş Programı'nın bir diğer özelliği mali yapının istikrara kavuşturulması ve kamu sektöründeki yönetim verimliliğinin artırılmasına yönelik hedeflerdir. Buna bağlı olarak, mali disiplini sağlayacak ve kamu gelirini arttıracak düzenlemeler uygulanmaya başlanmıştır.

Geçiş Programı'nın finansal piyasaları ilgilendiren bölümü, ağırlıklı olarak bankacılık sektörüne yöneliktir. 2001 yılı krizlerinin ardından bankacılık sektörünün kırılabilirliğinin artmasına bağlı olarak çoğalan problemler bankacılık reformuna özel bir önem verilmesine neden olmuştur. Yeni dönemde;

- Kamu bankalarının ve Tasarruf Mevduat ve Sigorta Fonu'(TMSF)na devr olan bankaların faizler üzerindeki baskılarının azaltılması amacıyla gecelik piyasadaki faaliyetlerine sınırlamalar getirilmiştir,
- Kamu bankalarının yönetim anlayışları, bankacılık sektörü üzerindeki politik baskının azaltılması için yenilenmiştir,
- Yine bankacılık sektörü üzerindeki olumsuz etkilerinin minimize edilmesi için kamu bankalarının görev zararları kalemleri tasfiye edilmiştir,
- TMSF tarafından alınan bankaların sorunlarını çözmek üzere Bankacılık Kanunu'na eklenen düzenlemeler Meclis onayını alarak kanunlaştırılmıştır.

Programda finansal piyasaya önem verilmiş ve bankacılık sektörünün, başta kamu sermayeli ve TMSF'ye devredilen bankalar olmak üzere, yeniden yapılandırılması temel hedefler arasında yer almıştır. Bu doğrultuda Bankalar Kanunu'nda da değişiklik yapılmış, kamu bankaları ile ilgili kararname çıkarılmış ve profesyonel yöneticilerden oluşan ortak yönetim kurulu atanmıştır. Finansal piyasaların istikrarını bozucu etkide bulunan kamu bankalarının görev zararları da, Hazine'den alacaklarına karşılık piyasa koşullarına uygun faizli hazine kağıdı verilerek alacakların kapatılması öngörülmüştür. Özel bankalar ile BDDK arasında, sermayelerinin kuvvetlendirilmesine yönelik çalışmalar başlatılmıştır.

### **3.3 Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin, Finansal Piyasalar ve Makroekonomik Büyüklükler Üzerine Etkisi**

Tasarrufların reel ekonomiye aktarılması ve bu yolla ekonomik büyümenin gerçekleşmesi sırasında finansal kurumlar ve etkinlikleri önemli rol oynamaktadır. Bu nedenle ülke ekonomisinin büyümesi ve kalkınması bir anlamda finansal piyasaların durumunu da bağlıdır. 1980’li yıllardan itibaren Türk finansal piyasası da oldukça hareketli ve değişimlerle dolu bir döneme girmiştir. Kimi zaman finansal piyasaların içinde bulunduğu koşullar, kimi zaman da diğer makro ekonomik birimlerin etkileri sonucu finansal piyasaların durumu ülke ekonomisinin büyüme hızını etkilemiştir.

Tasarruflardan büyümeye uzanan süreç finansal liberalizasyon sonrası dönem için aşağıda ayrıntılı olarak incelenmiş, özellikle bu sürece etki eden makroekonomik büyüklükler üzerinde durulmuştur.

#### **3.3.1 Finansal Serbestleşme Sonrası Finansal Piyasada Meydana Gelen Gelişmeler**

Son yıllarda sıklıkla rastlanan ekonomik krizlerin sorumlusu olarak, özellikle gelişmekte olan ekonomiler için, kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri gösterilmektedir. Hemen hemen bütün dünyada finansal piyasaların dışa açılması nedeniyle, daha muhafazakar ödemeler dengesine ve iyi yönetilen bankalara daha fazla dikkat göstermek gerekmektedir.<sup>206</sup> Bankacılık sektöründeki ve kamu kesimindeki ahlaki yozlaşma, biraraya geldiğinde enflasyonu besleyen ve sosyal problemlere de neden olabilen bir durum ortaya çıkmaktadır.

Yeterli düzenleme ve denetleme sistemi oluşturulmadan finansal piyasalar üzerindeki kontrollerin kalkması ile riskli pozisyon alma eğilimi artan ve bundan zarar gören bankacılık sistemi, krizleri besleyen ve krizlerden de en çok zarar gören sektörlerden biri olmaktadır. Bu şekilde finansal serbestleşme finansal piyasalarda daha derin krizlere neden olmaktadır. Bankalar riskli pozisyon aldıkça; hem ters

---

<sup>206</sup> R.Dornbusch, “Küresel İktisadi Kriz ve Türkiye”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi Tarafından Yapılan Söyleşi**, Sayı No: 154, Ocak 1999, s.57

seçim hem de ahlaki çöküntü finansal piyasaya, zararların kamulaştırılması ile kamuya ve dolayısıyla tüm topluma maliyeti yüksek olan ekonomik sorunları getirmektedir. Türkiye’de ekonomik krizlerin atlatılması amacıyla finansal piyasalar üzerindeki müdahaleler arttırılmış, böylece reform çalışmalarında geriye dönüşler yaşanmıştır.

Türkiye’de finansal piyasaların ve özellikle bankaların ekonomik krizlerle karşılıklı etkileşimi sırasında finansal sisteme olan güvenin azalması sonucu, kamu otoriteleri sektörün ve dolayısıyla ekonominin daha fazla zarara uğramasını önlemek amacıyla mevduat hesaplarını devlet güvencesi altına almıştır. Bu bir yandan finansal piyasalara olan güveni arttırıp, bunalımın derinleşmesini önlerken diğer yandan da bankaların rahatlıkla riskli pozisyon alabilmelerini sağlamış, sektörde zaten aksak olan rekabetin gelişmesi engellenmiş ve bankaların ters seçim yapmaları teşvik edilmiştir.

Türk bankacılık sisteminde 1980 yılından sonra yönetimde ahlaki çöküntü hızlanmış, bankaların bağlı buldukları holdinglere kullandıkları illegal miktardaki krediler yükselmiştir. Bankacılık Kanunu ile bankaların hissedarlarına ve/veya organik bağları olan şirketlere kullandıracakları krediler sınırlandırılmış olmakla birlikte, yeterli denetim ve düzenleme mekanizmasının eksikliği, risk ölçüsüne bakılmaksızın kaynakların daha çok zor durumda olan kardeş şirketlerin finansmanına aktarılması ile sonuçlanmıştır. Bu durum bir yandan finansal piyasaların aracılık hizmetlerini engelleyip, ülke kaynaklarını heba ederken diğer yandan da bankacılık sektörünün kırılmasını arttırmıştır.

1994 yılı krizinin ardından mevduat hesaplarının devlet güvencesi altına alınması, ahlaki tehlikeyi de arttırmıştır. Mevduat sigortası, hem mevduat sahiplerinin hem de bankaların riske karşı olan duyarlılıklarını azaltması yoluyla ahlaki tehlikeye yol açmaktadır.<sup>207</sup> Finansal piyasalarda, özellikle bankacılık sektöründe yönetim hataları ve ahlaki bozuklukların giderek artması, Türk ekonomisine üretim kayıpları ve sektörün yeniden yapılandırılması sırasında kamu giderlerini arttırması anlamında ağır yükler getirmiştir.

<sup>207</sup> R.Yılmaz, “Bankacılık Krizleri, Makroekonomik İstikrar ve Ahlaki Tehlike”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Mart 2001, s.59



1982 ve 1983 yıllarında yaşanan para piyasası krizi ile birlikte iflas eden bazı küçük bankalardan dördü TC.Ziraat Bankası ve İş Bankası'na devredilmiş, kalan birçoğu ise Destekleme ve Fiyat İstikrar Fonu'ndan faizsiz kredi veya TCMB'den düşük faizli kredi kullanmışlar ve bunun ekonomiye maliyeti GSMH'nın % 2,5'u olarak hesaplanmıştır.<sup>208</sup> 1994 yılında ise onbir finansal aracı kurum ve üç bankanın faaliyetlerine son vermeleri içinde kamu kuruluşlarının da bulunduğu birçok mevduat sahibini zor durumda bırakmıştır. Finansal piyasalarda yaşanan bu kriz Devletin mevduatları garanti altına alması ve TMSF'nin kurulması ile aşılmaya çalışılmıştır ve 1982 yılındaki krizde olduğu gibi yine kamuya ağır mali yük getirmiştir. 2001 yılı krizi ise en son ve getirdiği mali yük açısından en ağır kriz olmuştur. TMSF'ye devredilen bankalara Hazine'den yapılan kaynak aktarımı 18 Katrilyon Türk Lirası'dır.

Finansal serbestleşme sonrası reel faizlerin yükselmesi ile başlayıp, büyüme hızının ve nihayet refahın artması ile sonuçlanan süreçte finansal derinleşmenin de bu sürece eşlik etmesi gerekmektedir. Reformların başlatılması ile birlikte yüksek reel faizlerin yatırımların artmasına hizmet edebilmeleri ancak iyi işleyen finansal kurumlar ve ekonomik çevre ile mümkündür. Finansal kurumların yeterli gelişmeyi göstermeleri yeterli finansal derinliğin yakalanmış olmasını da beraberinde getirir, bu nedenle finansal derinlik, bir ülkenin finansal piyasasının durumunu göstermesi açısından önemli bir konudur. McKinnon ve Shaw da, finansal serbestleşme ile ilgili yaklaşımlarında finansal baskının yanısıra finansal derinlik kavramını da kullanmış ve önem vermişlerdir.

Türkiye'de finansal derinleşmenin gelişimi için Tablo 14'deki onar yıllık dönemlere bakıldığında 1970-79 döneminde finansal derinlik oranı ortalama % 21 iken, 1990'lı yıllarda % 17'ye düşmüş, 2000'li yıllarda ise % 26 olduğu görülmektedir. Döviz tevdiat hesaplarını da içeren finansal derinlik oranı ise döviz piyasasında reformları takiben hızla yükselmiştir. Grafik 7'e bakıldığında da yukarıda anlatılan gelişme gözlenebilmektedir. Nitekim 1970'li yılların ardından finansal piyasalarda derinleşme düzenli bir şekilde artmıştır. Finansal serbestleşme, özellikle döviz hesapları ile ilgili serbestleşme, finansal derinliği olumlu etkilemiştir.

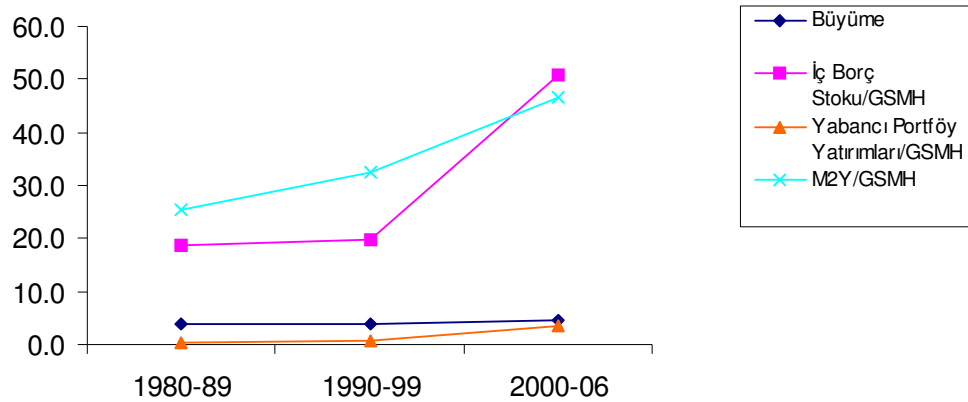
---

<sup>208</sup> Kazgan, s.228

Ancak söz konusu gelişme üretime yansımamıştır ve bu durum kredilerdeki ve iç borç stokundaki gelişmelerden anlaşılmaktadır.

1990 – 1999 yılları arasında özellikle 1996 yılından sonra finansal derinlik artışı hızlanmış ve 1999 yılında % 51'e ulaşmış, ancak bu defa tasarrufların yanısıra kamu iç borçlanmasındaki yükselme ile birlikte, bankaların daha fazla iç borçlanma kağıtlarının alım-satımına aracılık etmeleri de etkili olmuştur (bkz. Tablo 11). Nitekim bankaların toplam aktifleri içinde menkul kıymetler cüzdanı kalemi, 1980 yılından 2000 yılına dek hızlı bir yükseliş trendine girmiştir.

Kamu borçlanma gereğindeki artışlar, finansal piyasaların işleyişini ve finansal serbestleşmeden beklenen neticeye ulaşılmasını engelleyen en önemli konudur. İç borç stokunun GSMH içindeki payına bakıldığında, finansal piyasalarda birikip reel kesime aktarılmayan fonların kamu kesiminin finansmanına harcadığı anlaşılmaktadır. Tablo 10'da 1980 yılından itibaren iç borç stokunun yıllar itibariyle artışı izlenebilmektedir. Tablo 11'de ise söz konusu oranının 1990'lı yılların başında azaldığını ve daha sonra tekrar artmaya başlayarak 1999 yılında son yirmi yılın en yüksek seviyesine çıktığı anlaşılmaktadır. Tablo 12'nin de gösterdiği gibi, 2000'li yıllar iç borç stoku probleminin olağanüstü yükseldiği bir dönemdir. 1980 ve 2006 yılları arasında iç borç stoku/GSMH oranını onar yıllık periyotlar içerisinde gösteren Tablo 13'de de yukarıda anlatılan durum özetlenmektedir.



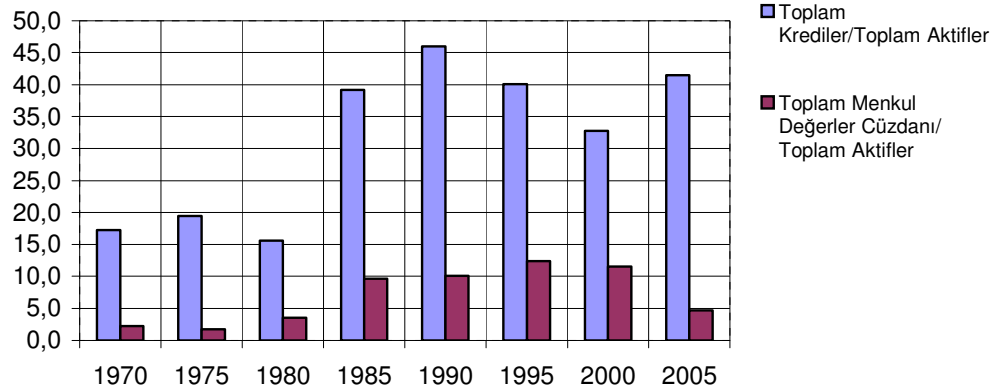
**Grafik 5 - Finansal Liberalizasyon Sonrası Ekonomik Büyüme, İç Borç Stoku, Yabancı Portföy Yatırımları ve Finansal Derinlik Arasındaki İlişki**

Grafik 5’de finansal derinlik ile iç borç stoku ve yabancı sermaye yatırımlarının GSMH’ya oranları ile büyüme hızı karşılaştırılmıştır. Burada göze çarpan 2000’li yıllara kadar finansal derinlik eğrisi iç borç stoku / GSMH eğrisinin üzerinde iken, 2000’li yıllardan sonra kamu borçlarındaki hızlı artış sonucu, durum tam tersine dönmüştür. Grafik 10’da gözlenen sabit sermaye yatırımlarındaki düşüş, finansal derinlikteki artışın reel sektöre yansımadağını bir kez daha hatırlatmaktadır. Böylece finansal piyasalarda oluşan fonun reel sektör yerine kamu sektörüne aktarıldığı söylenebilmektedir.

**Tablo 13 - Türk Bankacılık Sektörünün 1970 - 2006 Yılları arasında Toplam Aktifleri İçerisinde Krediler ve Menkul Değerler Cüzdanının Payları**

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005
<b>Toplam Krediler/Toplam Aktifler</b>	17.3	19.4	15.6	39.2	46.0	40.1	32.8	41.5
<b>Toplam Menkul Değerler Cüzdanı/Toplam Aktifler</b>	2.2	1.8	3.5	9.6	10.1	12.4	11.5	4.7

Kaynak: TBB, Bankacılar Dergisi (Çeşitli Yıllar)



**Grafik 6 - 1970-2005 Yılları Arasında Toplam Krediler ve Toplam Menkul Kıymet Cüzdanı Kalemlerinin Toplam Banka Aktifleri İçerisindeki Yeri**

Türkiye’de 1980’li yıllarda başlayan finansal serbestleşme sonucunda, finansal piyasalar ile ilgili üç temel özellik göze çarpmaktadır;<sup>209</sup>

1. Bankacılık sektörünün tüm finansal piyasa içerisindeki yeri ve öneminde değişiklik olmamış, ağırlığını korumuştur.
2. Döviz tevdiat hesaplarının payı para ikamesi ile birlikte giderek artmıştır.

<sup>209</sup> Hacıhasanoğlu, s.105

3. Kamunun süregelen mali problemlerine bağılı olarak DİBS'lerin finansal varlıklar içindeki payı giderek büyümüştür. 1980 yılından sonra finansal derinlikteki artışlar, büyük oranda kamunun borçlanma gereğindeki artışlar sonucu kamu kağıtlarına yapılan yatırımlardan kaynaklanmıştır.

Finansal sektör ile ilgili denetim ve düzenleme kurumlarının oluşturulması ile finansal serbestleşme uygulamaları arasında uyum sağlanamamıştır. Özellikle ilk reform çalışmalarının başladığı 1980 yılı, finansal piyasalardaki düzenleme ve denetleme düzeyinin en düşük olduğu dönemdir. Bu durum hemen 1989 yılında etkisini göstermiş ve bankerler krizi ile başlayan ve ardından yeni düzenlemeleri getiren finansal sektör bunalımına neden olmuştur.

Bankacılık sektörünü ilgilendiren tüm düzenlemeler ve reform hareketlerine rağmen tam liberalizasyona geçişten sonra da sektörün sağlamlığını ve istikrarını sağlayacak bir çerçeve henüz oluşturulamamıştır.<sup>210</sup> Ticari bankacılığın önemli ağırlığa sahip olduğu Türk finansal piyasasında, düzenlemelerin ve denetimlerin yetersizliği kırılganlıkları artırırken finansal reformların başarısını da engellemektedir.

### **3.3.2 Finansal Serbestleşmenin Faiz, Tasarruf, Krediler, Yatırım ve İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri**

Finansal serbestleşmenin nihai olarak iktisadi büyümeyle olan etkisi incelenirken, bu etkinin gerçekleştiği büyüme kanalları üzerinde durulmaktadır. Bunlar reel faiz, arkasından tasarruflar ve kredi kullandırmaları ile nihayet sabit sermaye yatırımlarıdır. Yatırımlardaki gelişmeler sonucu artan toplumsal üretim hacmi beraberinde büyümeyle hızlandıracaktır. Aşağıda söz konusu büyüme de kanalları sırasıyla alt başlıklar altında incelenmiştir.

#### **3.3.2.1 Faiz Oranlarındaki Gelişmeler**

1980 yılı öncesi finansal baskı döneminin ardından, 24 Ocak Kararları ile birlikte faiz oranları ile ilgili yeni bir dönem başlamıştır. Ancak önceden de

<sup>210</sup> TCMB, *The Impact Of Globalization On The Turkish Economy*, s.38

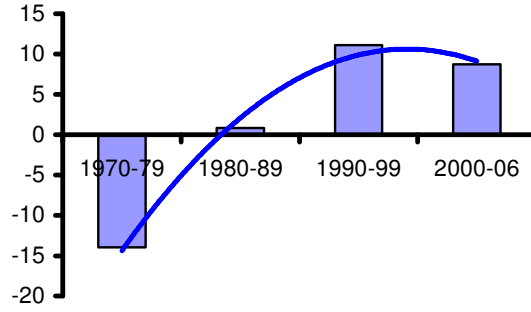
belirtildiği gibi, liberalizasyon konusunda faiz oranları ile ilgili olarak çeşitli zamanlarda geri adımlar atılmış, ardından yeniden serbestleşme dönemi başlatılmıştır. Bu konuyla ilgili gelişmeler özet olarak Tablo 9’da verilmiştir.

Faiz oranları irdelenirken, genellikle finansal liberalizasyonun reel faizler üzerine etkisinden bahsedildiğinden, daha çok bu oran üzerindeki gelişmeler incelenmiştir. Türkiye’de finansal liberalizasyonun reel faizler üzerine etkisi beklendiği gibi gerçekleşmiş, negatif değerlerden pozitif değerlere geçilmiştir. Onar yıllık süreçlere bakıldığında ( bkz. Tablo 13), reel faizin 1970’li yıllarda - % 14 seviyesinden, 1980 yılı sonrası pozitif değerler aldığı görülmektedir. Yıllar içerisinde iniş ve çıkışlara rağmen reel faizler ortalama olarak yüksek bir seyir izlemiştir. Grafik 7’de de reel faiz eğrisindeki negatif bölgeden pozitif bölgeye geçiş gözlenebilmektedir.

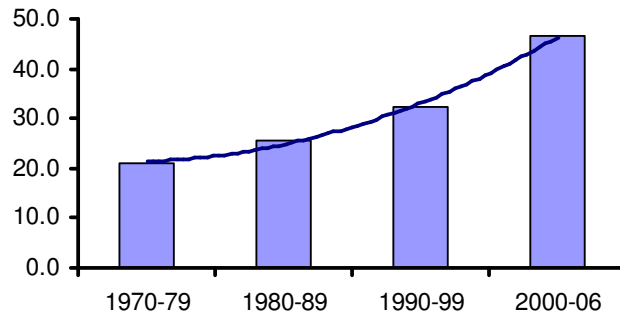
**Tablo 14 - Onar yıllık Periyotlar İçerisinde Bazı Makroekonomik Göstergeler**

	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2006
<b>Büyüme Hızı (%)</b>	5.9	4.0	3.9	4.6
<b>TÜFE Artışları (%)</b>	25.3	49.9	77.2	29.4
<b>Reel Fizlerdeki Değişim (%)</b>	14.0	0.8	11.1	8.7
<b>Mevduat Faizlerinde Değişim (%)</b>	10.2	50.4	83.0	37.1
<b>KKBG/GSMH (%)</b>	3.0	5.0	9.4	7.3
<b>İç Borç Stoku/GSMH (%)</b>	0.0	18.6	19.7	50.9
<b>Yabancı Portföy Yatırımları (Milyon USD)</b>	0	308	1,426	5,532
<b>M2/GSMH (%)</b>	21.2	22.7	17.1	26.0
<b>M2Y/GSMH (%)</b>	21.2	25.6	32.3	46.6
<b>Krediler/GSMH (%)</b>	18.9	17.0	18.5	20.0
<b>Toplam Tasarruflar/GSMH (%)</b>	20.1	19.8	21.8	19.1
<b>Sabit Sermaye Yatırımları /GSMH (%)</b>	22.9	21.6	24.2	13.4
<b>Toplam Mevduat/Topl.Mali Varlıklar (%)</b>	77.5	76.9	60.7	42.4
<b>Kamu Sekt.MKK*/Topl.Mali Varlıklar (%)</b>	17.7	15.8	30.2	20.8

**Kaynak:** TCMB ve DPT verileri kullanılarak hazırlanmıştır.



**Grafik 7 - Onar Yıllık Periyotlar İçerisinde Reel Faizlerdeki Gelişmeler**



**Grafik 8 - Onar Yıllık Periyotlar İçerisinde Finansal Derinlikteki Gelişmeler**

Yükselen reel faiz oranları, kamunun faiz giderini arttırdığından, bütçe açıkları ve kamu kesimi borçlanma gereği daha da yükselmiştir. Sonuçta bu durum reel faizlerin yükselmesini besleyerek, kamu kesimi Pomza tipi bir borçlanma içerisine girmiş, makro ekonomik dengesizlikler, ekonomik birimlerin kırılganlıkları ve krize eğilim yükselmiştir. Birbirini besleyen bu olumsuz süreç, kamunun toplam borcunu hızla artırırken, kamu dengesinin zaman içinde sürdürülebilmesini zorlaştırmıştır. Bir başka deyişle finansal liberalizasyondan beklendiği gibi yükselen reel faiz oranları ekonomik büyümeyi desteklemek yerine, enflasyon beklentilerini ve bütçe açığını besleyen bir unsur olmuştur. 1989 yılında sermaye hareketlerinde serbestleşme sağlayan 32 Sayılı Karar ile başlayan kısa vadeli sermaye girişlerinin, yüksek reel faizin devamlılığı ve döviz kurunun istikrarlılığına bağlı olması faiz oranlarını daha da arttırmıştır.

Finansal serbestleşme ile büyüme arasındaki bağ, reel faizlerin kamu borçlanma gereğinin etkisi ile yükseltilmesi nedeniyle kurulamamıştır. Bütçe

açıklarının giderilmesinde iç borçlanma politikasının benimsenmesi, yeterince gelişmemiş ve istikrarsız olan mali piyasalar da faiz oranlarının artmasına neden olmuştur. Özellikle kamu bütçe dengesinin bozulduğu 1999 yılında, finansman ihtiyacının giderilmesine yönelik olarak, reel faizler % 33'e çıkmıştır (bkz. Tablo 11). 2000 yılında alınan önlemlerle reel faiz düşmeye başlamışsa da halen doğal seviyesinin üzerinde bulunduğu ve ekonominin başlıca problemlerinden biri olduğu iddia edilmektedir.

### 3.3.2.2 Toplam Tasarruf Hacmi ile İlgili Gelişmeler

McKinnon ve Shaw'un ortaya koyduğu teorik çerçeve tekrarlanacak olursa; finansal serbestleşmeden beklenen, reel faizlerin yükseltilmesi suretiyle toplam tasarruf hacminin artmasıdır. Faiz oranları üzerindeki baskının kalkmasının ardından yükselen reel faiz oranı tasarrufların artmasını sağlamakta ve tutulan finansal aktif stokundaki artışlar likidite ihtiyacının azalmasına neden olmakta, böylece krediler için gerekli olan fonlar hazır hale gelmektedir. Faiz oranlarının artması girişimcilerin yatırım talebini bir miktar olumsuz etkilese de, ekonomide ödünç verilebilir fonların miktarı artacağından, yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme yükselmektedir; ancak mevduat faiz oranları, sermayenin marjinal verimlilik oranını aşmamalıdır, aksi halde girişimciler yatırım yapmak yerine faiz geliri elde etmeyi tercih edeceklerdir.<sup>211</sup>

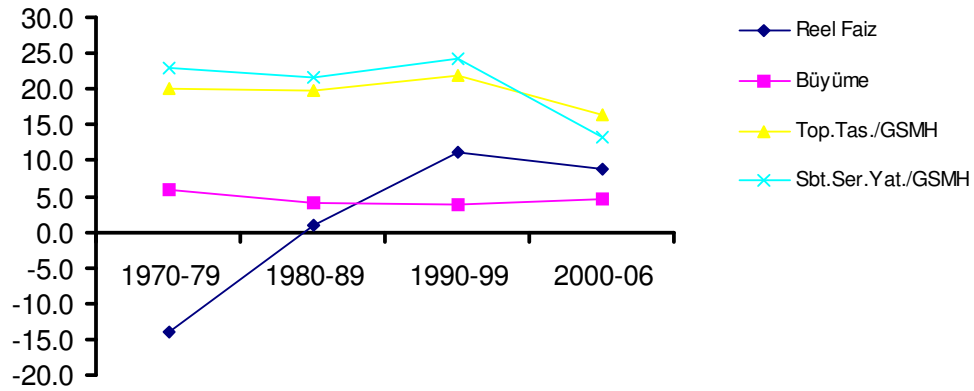
Türkiye'nin yaşadığı inişli çıkışlı finansal liberalizasyon deneyiminin, McKinnon ve Shaw hipotezini doğrulayıp doğrulamadığını analiz etmek için yıllık yurt içi tasarruf hacminin gelişim süreci incelenmiştir. 1970'lerin sonunda ekonomik krize denk gelen dönemde düşmeye başlayan toplam tasarruf hacmi (bkz. Tablo 8), 1985 yılına kadar durgun bir seyir izlemiş, 1985 yılından sonra artmaya başlamış ve 1988 yılında maksimum seviyeye ulaşmıştır (bkz. Tablo 10). 1990'lı yıllardaki gelişmeler için Tablo 11'e bakıldığında, tasarruf hacminde önemli bir değişiklik olmadığı görülmektedir. Ancak söz konusu tabloda, 1990'lı yıllarda tasarrufun şekliyle ilgili önemli bir değişim göze çarpmaktadır. Nitekim döviz piyasasında serbestleşmenin ardından 1988 yılından başlayarak döviz tevdiat hesaplarının toplam

---

<sup>211</sup> Güloğlu, s.3

mevduatlar içindeki payı hızla artmış, 1994 yılında % 50'ye ulaşmış ve bu etki ile mevduatların artış hızı yükselmiştir.

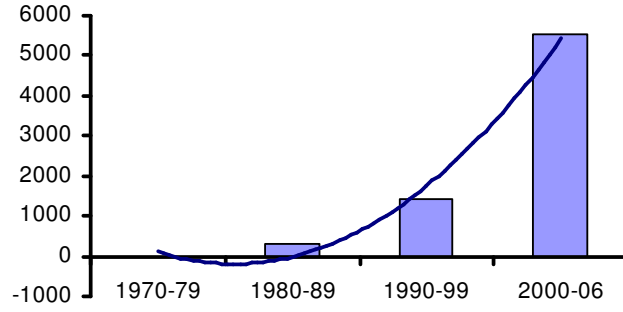
2000 – 2006 yılları arasındaki gelişmeleri gösteren Tablo 12'de bu yıllarda döviz tevdiat hesaplarının payı artış hızını kesmemiş, buna karşın toplam tasarruf artışı giderek düşmüştür. On yıllık periyotlarda tasarruflar / GSMH oranı ortalama olarak % 20 civarında hareket ettiği görülmektedir (bkz. Tablo 14). Ancak finansal serbestleşme öncesi duruma göre, sonrasında üretime yönelik yatırımları fonlayacak bir tasarruf birikimine ulaşamadığı, 2000'li yıllarda krizler nedeniyle ortalamanın da altına düştüğü görülmektedir (bkz. Grafik 10). İç tasarrufların yeterli olmadığı durumda, dış tasarruflardan faydalanmak amacıyla sermaye hesaplarının liberalizasyonundan da beklenen fayda görülemediği.



**Grafik 9 - Onar Yıllık Periyotlar İçerisinde Ekonomik Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruflar ve Sabit Sermaye Yatırımları Arasındaki İlişki**

Onar yıllık dönem olarak ele alındığında; 1970-79 yılları arasında iç tasarruf /GSMH oranı ortalama % 20 iken, Sabit Sermaye Yatırımı/GSMH oranı ortalama % 23 olarak gerçekleşmiştir (bkz. Tablo 14). 1980 yılından sonra tasarrufların artırılması ile ilgili hedefe ulaşamadığıdır. Bu durum Tablo 14'de gözlenmektedir; toplam tasarruf ve sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ya oranları sırasıyla, 1980'li yıllar için % 20 ve % 22, 1990'lı yıllar için % 22 ve % 24 ve 2000'li yıllar için %16 ve %13'dür.





**Grafik 10 -Onar Yıllık Periyotlar İçerisinde Yabancı Portföy Yatırımlarındaki Gelişmeler**

Ayrıca yurt içi tasarruf hacmi artışının tek başına ele alınmasından çok, kişi başına düşen gelirdeki artış hızları ile kıyaslamak daha sağlıklı bir fikir edinilmesini sağlamaktadır. Buna göre kişi başına gelir artışı ile toplam tasarruflardaki artışın doğrusal olması gerekmektedir. Dış tasarruf temini amacıyla gelmesi beklenen yabancı sermaye girişleri ile ilgili, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren, hızlanma göze çarpmaktadır (bkz. Grafik 10). Ancak yabancı portföy girişlerinin yetersiz yurt içi tasarrufları takviye ederek sabit sermaye yatırımlarını hızlandırmamıştır. İktisadi büyüme kanallarını etkilemek yerine ekonomik kırılganlıkları attırarak istikrarlı bir büyüme süreci karşısına engel olarak çıkmıştır. Bunun nedenleri ise;

1. Düşük döviz kuru – yüksek faiz oranı makasından yararlanmak amacıyla Türk Lirası'na çevrilen döviz, Türk Lirası'nın suni olarak aşırı değerlenmesine, ihracatta maliyetleri arttırıp, ithalatın ucuzlamasına neden olmuştur. Bu ise 1980 yıllarında başlayan ihracat itişli büyüme hedefine ters düşmüştür ve üretimi arttıran çeşitli ihracat kollarında gerilemeler yaşanmıştır.
2. Faiz oranlarının yükselmesini teşvik ederek, hem üretime yönelik yatırımların kârlılığının azalmasına hem de kamunun borç yükünün artmasına neden olmuştur.

Sonuçta finansal serbestleşmenin ardından mevduatlardan çok, içinde ağırlıklı olarak DİBS ve hazine bonosunun bulunduğu finansal aktiflerde artış olmuştur. Diğer bir deyişle tasarruf amacıyla tutulan birikimler daha çok kamu kağıtlarına yönelmiştir. Bütçe açığını finanse etmeye çalışan Hazine, yurt içi ve yurt

dışı fonları hazine bonosu ve devlet tahvili aracılığı ile absorbe etmiştir. Bu nedenle finansal serbestleşmeden beklendiği gibi finansal sistemdeki tasarrufları arttırıcı ve bunların yatırımlara yönlendirip üretimi hızlandırıcı bir süreç yaşanmamıştır. Nitekim bankacılık sektörünün toplam aktifleri içinde ağırlıklı olarak kamu borçlanma kağıtlarının bulunduğu menkul değerler cüzdanı kaleminin payı 2000 yılına dek arttırmıştır (Tablo 14 ve Grafik 5).

### 3.3.2.3 Toplam Kredi Hacmi İle İlgili Gelişmeler

Kredi hacmi ile ilgili gelişme, aynı zamanda bankaların aracılık fonksiyonu ile ilgili bilgi de vermektedir. 1980 yılı öncesi finansal baskı döneminde reel faizlerin negatif olması ve ithal ikamesi politikaları nedeniyle öncelikli sektörlerle kredi aktarımının teşvik edilmesi, Krediler/Mevduatlar oranında krediler lehine bir gelişim sağlamıştır (bkz. Tablo 8). Söz konusu dönemde toplam tasarruf hacminin de üzerinde bir kredi kullandırımı söz konusudur. Bu ise daha önce de bahsedilen TCMB'nin bankalara açtığı reeskont kredilerinden kaynaklanmaktadır. Bankalar bu kaynağı kredi kullandırımı yoluyla reel sektöre aktarmıştır. Söz konusu dönemde ağırlıklı olarak kamu otoritelerinin yönlendirmesi ile başta kamu sermayeli bankalar olmak üzere, öncelikli sektörlerle önemli miktarda kredi kullandırılmıştır. Bu da finansal baskının özellikleri arasında olan kredilerde seçicilik durumunu hatırlatmaktadır.

Krediler /GSMH oranı ise on yıllık dönemler için 1970-1979 arası % 19 iken, 1980-1989 arasında % 2 azalarak % 17 olmuştur (bkz. Tablo 14). 1990 yılından sonra % 1 -2 civarında artarak nihayet 2000'li yıllarda % 20'yi bularak, son otuz yılın ortalamalarda en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Ancak bu gelişmede reel sektöre kullandırılan kredilerin yanında, diğer faktörler daha fazla etkili olmuştur. Bu faktörler şunlardır;

- a) Bankaların kardeş şirketlerine aktardığı ve çoğu yüksek risk taşıyan ve geri ödenmeyen krediler artış göstermiştir.
- b) Türk bankacılık sektöründe kamu bankaları daima ağırlıklı bir yere sahip olmuştur. Kamu sermayeli ticari bankaların toplam sektör aktifleri içindeki payı 1980'li yıllarda % 45 iken, ancak 2001 yılındaki krizle

birlikte % 26'ya düşmüştür.<sup>212</sup> Kamu bankalarının kullandığı krediler ise genellikle kârlı yatırımları finanse etmekten çok politik nedenlerle kullanılmıştır.

Böylece Türkiye'de kredi kullandırımı diğer ülkelerle, örneğin Latin Amerika ülkeleri ile kıyaslandığında düşük kalmaktadır. Kredi kullandırımının düşük olması sadece kamu sektörünün borçlanma gereği artışının değil, aynı zamanda makro ekonomik istikrarsızlıkların kredi geri dönüş riskini arttırması ve bu nedenle bankaların kredi kullandırmakta isteksiz davranmalarıdır.<sup>213</sup> Artan istikrarsızlıklar aynı zamanda reel sektörün kredi taleplerinde gerilemeye yol açmıştır. Şirketlerin birbirleri ile olan ticari faaliyetlerinde vadeli, akreditifli satış yöntemleri ile finansman yöntemi önem kazanmıştır. Finansal serbestleşmenin olumlu bir etkisi, 1989 yılında sermaye hesaplarının liberalizasyonunun ardından büyük şirketlerin yurt dışından kredi kullanabilme imkanı elde edebilmeleridir. Böylece yurt içinde daralan kredi imkanları ve yükselen faiz karşısında alternatif bir finansman olanağı elde edebilmişlerdir.

Finansal serbestleşme ile birlikte 1980 yılını takiben, bankacılık sektörünün aracılık fonksiyonunu gösteren Krediler / Mevduat oranında ilk on yıl kademeli olarak azalma meydana gelmiştir. Bu reel faiz artışları ile paralellik gösteren bir durumdur. Bankacılık sektörü aracılık fonksiyonunda azalma, kamu açıklarının finansmanı görevini finansal piyasaların üstlenmesinden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle özel sektörün mali piyasadan dışlandığı söylenebilmektedir. Nitekim; devlet iç borçlanma senetlerinin mevduat bankalarının toplam aktifleri içerisindeki payı 1990 yılında % 10'dan 1999 yılında % 23'e çıkmış iken, özel sektöre açılan kredilerin aynı dönem içinde toplam banka aktiflerindeki payı %36'dan % 24'e düşmüştür.<sup>214</sup>

Faiz oranlarında ve genel ekonomideki istikrarsızlıklar ve kamu açıklarını kapatmaya yönelik kaynakların kısa vadeli kıymetli kağıtlara yönelmesi, uzun vadeli öngörü yapmayı olanaksızlaştırdığından, genellikle finansal piyasalarda işlemler kısa

<sup>212</sup> Ömer Faruk Çolak, **Kriz ve IMF Politikaları**, İstanbul:Alkim Yayınevi, 2002, s.166

<sup>213</sup> TCMB, **The Impact Of Globalization On The Turkish Economy**, s.37

<sup>214</sup> TCMB, "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", s.6

vade üzerinden oluşmuştur. Bu durum kredilerin vade yapısını da etkilemiştir. Kullandırılan krediler uzun vadeli yatırım projelerinin finansmanından çok, kısa vadeli işletme sermayesini finanse etmiştir.

### 3.3.2.4 Toplam Yatırım İle İlgili Gelişmeler

Finansal serbestleşme dönemi ile birlikte yatırımlarda beklenen artış gerçekleşmemiştir. Reel faiz oranlarında hedeflendiği gibi pozitif artış olmasına karşılık, McKinnon-Shaw hipotezinde beklenen tasarruf – yatırım artışı meydana gelmemiştir. Bunun başlıca nedeni yurt içi ve yurt dışı kaynaklarının, kamu bütçe açıklarının kapanması amacıyla, kamu sektörüne aktarılması, özel sektörün dışlanmasıdır. Bir diğer neden ise, yükselen reel faiz oranı yatırım maliyetlerini hızla arttırmıştır.<sup>215</sup>

1980’li yıllarla birlikte bankalar gibi şirketler de fonlarının önemli bir kısmını üretime ve yatırıma yönlendirmek yerine, riski düşük, getirisi yüksek devlet iç borçlanma kağıtlarına yatırmışlardır. İstanbul Sanayi Odası’nın 500 büyük firma ile ilgili 1998 yılı anketinde özel firmaların vergi öncesi faaliyet dışı kârlarının toplam kâr içindeki payı % 87,7 olarak hesaplanmıştır.<sup>216</sup>

Özel sektörün, kamu bütçesindeki açıklara kaynak aktarmasının başlıca nedenlerinden biri; kamu kağıtlarının oldukça yüksek olan getirisinin, kısa vadede sabit sermaye yatırımlarının getirisinin üzerinde olmasıdır. Bir diğer neden ise ekonomideki belirsizliklerin orta ve uzun dönemli öngörüler yapılmasını engellemesi ve böylece ileriye dönük üretim ve yatırım politikalarının oluşmasına imkan vermemesidir. 1980 yılından sonra bu nedenle özel sektör yatırımları önemli bir durgunluk sürecine girmiştir (bkz.Tablo 10, Tablo 11, Tablo 12).

Daha önce de belirtildiği gibi yurt içi ve yurt dışı tasarruf olanaklarının yatırım projelerine yönlendirilmeyip, bütçe açıklarının finansmanında kullanılması

<sup>215</sup> R.Erzan, “2000’li Yıllarda Türkiye’nin Göreceli Rekabet Gücü”, (2000’li Yıllarda Türkiye Ekonomisi ve Ekonomi Öğretimi Konulu Birinci Ulusal İktisat Öğretimi Kongresi Kitapçığı), **Türkiye Ekonomi Kurumu**, 9-10 Ekim 1993, Ankara, s.104

<sup>216</sup> TCMB, “Türkiye’de Enflasyon ve Büyüme İlişkisi: Genel Bir Değerlendirme, Aralık 1999”, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 27.02.2007

hem miktar hem de verimlilik açısından yatırımlar üzerinde beklenen sonucun alınmamasına neden olmuştur. Tablo 14’de de görüldüğü gibi, onar yıllık süreçler içerisinde sabit sermaye yatırımlarının GSMH içindeki payı 1980-2006 yılları arasında ortalama % 19,7’dir. Özellikle 2000’li yıllarda yaşanan ağır ekonomik kriz ve sonucunda büyüme hızındaki keskin düşüş yatırımların da önemli miktarda gerilemesine neden olmuş, son otuz yılın ortalamasını bir hayli düşürmüştür. Oysa 1990’lı yıllarda, serbestleşme öncesine göre az da olsa artan bir trend yakalanmıştır. Sonuçta ekonomik krizler ve kaynakların optimum dağılımı gerçekleşmeyip, üretken olmayan yerlerde kullanılması, finansal serbestleşmenin yatırımlar üzerine olumlu etkisini ortaya çıkaramamıştır.

### 3.3.2.5 Ekonomik Büyüme İle İlgili Gelişmeler

Türk ekonomisinin 1923 ile 2006 yılları arasındaki büyüme hızları Tablo 15’de özet olarak verilmiştir. Bu tabloya göre 1923 – 1979 yılları arasında GSMH büyüme hızı ortalama % 5,5 dur. 1923 – 1949 ve 1950 – 1979 dönemlerinde her iki oran içinde çok büyük bir farklılık meydana gelmemiştir. Tablo 15’den de anlaşıldığı üzere, Cumhuriyet’in kuruluşundan 1979 yılına dek gerçekleşen büyüme hızı, 1980 – 2006 yılları ortalamasının üzerindedir. Türk ekonomisi 1971 – 1973 periyodunda % 7,9 oranında yüksek bir büyüme hızına sahip olmuştur (bkz. Tablo 8). Bu büyüme hızının altında yatan neden ise aynı dönemde özel sektör sabit yatırımlarının % 8,1 artmasıdır. Bu artışta söz konusu dönemde sürdürülen ithal ikameci politikaların büyük payı vardır, ancak bu strateji beraberinde devlet korumacılığını ve ana hammadde ve ara mallarında ithalata bağımlı bir endüstriyi teşvik etmiştir.<sup>217</sup>

**Tablo 15- Türkiye’de 1923-2006 Yılları Arasında Dönemsel GSMH Büyüme Hızları**

Dönem	GSMH Büyüme Hızı (%)
1923 – 2006	5,1
1923-1979	5,5

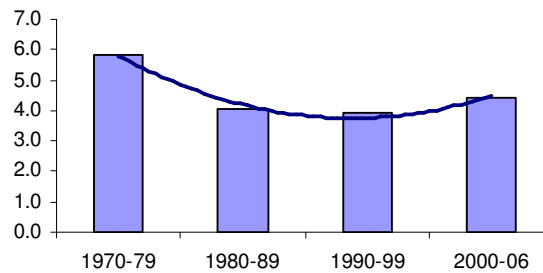
**Tablo 15 (devam) - Türkiye’de 1923-2006 Yılları Arasında Dönemsel GSMH Büyüme Hızları**

<sup>217</sup> C.Sancak, “Financial Liberalization and Real Investment: Evidence From Turkish Firms”, **IMF Working Paper**, WP/02/100, 2002, s.4

Dönem	GSMH Büyüme Hızı (%)
1923-1949	5,1
1950-1979	5,8
1980-2006	4,7
1980-1990	4,0
1990-2000	3,9
2000-2006	6,2

**Kaynak:** Türkiye İktisat Kongresi Büyüme Stratejileri Çalışma Grubu, s.22 ve DPT verileri

Planlı dönemin ekonomi politikaları ile mevcut büyüme hızının sürdürülemediği anlaşıldığında, 1980 yılından itibaren piyasa ekonomisine dayalı ve büyümeyi teşvik eden ihracatı arttırmaya yönelik politikalar benimsenmiştir. Döviz kuru artışları ve vergi iadesi gibi teşviklerle desteklenen imalat sanayinin etkisi ile büyüme rakamlarının iki katı artması söz konusudur.<sup>218</sup> Ancak 1980 ve 1990'lı yılların ortalama büyüme hızı, 1970'li yıllardakinin altında kalmış ve üstelik de daha istikrarsız gelişme göstermiştir. 1970'lerin ortalama büyüme hızı % 5,9 iken; 1980 ve 1990'lı yıllarda % 4, 2000-2006 yılları arasında % 4,6 olarak gerçekleşmiş, son otuz yıllık dönemde 1980 yılı öncesi ortalaması yakalanamamıştır (bkz. Tablo 14). Grafik 6'de görüldüğü gibi, büyüme eğrisi 1970-79 döneminden 1980-89 ve 1990-99 dönemine azalarak devam etmiş, 2000 yılından itibaren yükselmeye başlasada 1970'li yılların altında kalmıştır.



### Grafik 11 - Onar Yıllık Periyotlar İçerisinde Ekonomik Büyümedeki Gelişmeler

Büyüme performansındaki bu düşüşün doğrudan finansal serbestleşmeden kaynaklanmıştır, ancak gerekli şartlar hazırlanmadan adeta acele bir şekilde

<sup>218</sup> Akyüz, s.4

uygulanmak istenen reformlarda yaşanan aksaklıkların olumsuz etkisinden bahsetmek mümkündür.

## IV.BÖLÜM

### PANEL VERİ YÖNTEMİ İLE FİNANSAL SERBESTLEŞME VE BÜYÜME ARASINDAKİ İLİŞKİLERİN TAHMİNİ

Çalışmanın amacı finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ortaya konulmasıdır. Bu bölümde tahmin edilecek model ile; finansal liberalizasyonun ardından reel faizlerdeki artış sonucu tasarruf hacminin yükselişi ve böylece yatırımların finansmanı yoluyla ekonomik büyümenin gerçekleşme durumu irdelenecektir. Ulaşılması beklenen sonuç; mali disipline, parasal istikrara ve sağlam bir finansal piyasaya sahip olmadan finansal piyasaların serbestleşmesi arzulan durumun tersine iktisadi büyümeyi olumsuz etkileyebilecektir.

#### 4.1 Tahmin Edilecek Modelin Kurulması

Finansal liberalizasyon yanlılarına göre yükselen reel faiz sadece iç tasarrufları değil, dış tasarrufları da etkileyerek yatırımların finansman olanağını arttıracaktır. Bu anlamda çalışmanın hipotezinde aynı zamanda finansal serbestleşmenin ardından doğrudan ve dolaylı yatırımların artması beklense de genel olarak dolaysız yatırımların, diğer deyişle kısa vadeli sermaye hareketlerinin hızlandığı ve bunun da ülkelerin ekonomileri için ciddi risk oluşturduğu yönündedir. İlk olarak tahmin edilecek model Denklem 6'da verilmiştir.

$$g_t = \alpha_0 + \alpha_1 i_t + \alpha_2 i_{t-1} + \alpha_3 i_{t-2} + \alpha_4 fd_t + \alpha_5 fd_{t-1} + \alpha_6 fd_{t-2} + \alpha_7 e_t + \alpha_8 e_{t-1} + \alpha_9 e_{t-2} + \alpha_{10} t_t + \alpha_{11} t_{t-1} + \alpha_{12} t_{t-2} + dummy_t + u_t \quad (6)$$

Denklem 6'da yer alan bağımlı değişken  $g$ =büyüme; bağımsız değişkenlerden  $i$ =reel faiz;  $fd$ =doğrudan yabancı yatırımlar;  $e$ =enflasyon;  $t$ =tasarruflar;  $dummy$ = kukla değişken ve  $u$ = hata terimi'ni vermektedir.

Finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında kurulan en önemli ilişki tasarruflardan kaynaklanmaktadır. Bu sonuca varılmasında tasarruflardaki değişim ile reel faiz arasındaki değişim arasında doğrusal bir ilişkinin beklenmesidir. Bunun ortaya konması, finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin ortaya konması açısından önem taşımaktadır. Çalışmada beklenen; reel faiz artışları sonucu yüksek bütçe açıklarının mevcut tasarruf birikimlerini kamuya



yönlendireceği ve üretime yönelik yatırımları finanse edecek fonların sağlanamayacağı yönündedir. Bunun için tahmin edilen ikinci model Denlem 7’de verilmiştir. Denklemin 7’de  $t$ = tasarruf bağımlı değişken;  $i$ = faiz ve  $g$ = büyüme bağımlı değişkenlerdir.

$$t_t = \alpha_0 + \alpha_1 i_t + \alpha_2 i_{t-1} + \alpha_3 g_t + \alpha_4 g_{t-1} + \text{dummy}_t + \text{dummy}_{t-1} + u_{it} \quad (7)$$

Finansal serbestleşmenin bir sonucu olarak artan portföy yatırımlarının, daha önce de belirtilen şartların yerine getirilmeyişi sonucu ekonomilerde problemlere neden olmaktadır. Portföy yatırımları ile reel faiz, büyüme ve tasarruf arasındaki ilişkinin tahmin edilmesi de varılacak sonuç için önemlidir. Tahmin edilen üçüncü model bunun ortaya çıkarılmasına yöneliktir ve Denklemin 8’de verilmiştir.

$$py_t = \alpha_0 + \alpha_1 i_t + \alpha_2 i_{t-1} + \alpha_3 g_t + \alpha_4 g_{t-1} + \alpha_5 t_t + \alpha_6 t_{t-1} + \text{dummy}_t + u_{it} \quad (8)$$

Denklemin 8’de ise  $py$ = portföy yatırımı bağımlı değişken;  $i$ =faiz,  $g$ =büyüme ve  $t$ =tasarruf bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır.

Çalışmanın dayalı olduğu hipotezin belirleyicileri arasındaki bağın ortaya konulması sırasında önem kazanan reel faizin, diğer belirleyiciler ile olan etkileşimi de model tahminlemesine konu olmuştur. Bu sebeple oluşturulan Denklemin 9’da faiz ve enflasyon, doğrudan yatırım, portföy yatırımı, büyüme, tasarruf arasındaki ilişkiye yer verilmiştir.

$$i_t = \alpha_0 + \alpha_1 e_t + \alpha_2 e_{t-1} + \alpha_3 fd_t + \alpha_4 fd_{t-1} + \alpha_5 py_t + \alpha_6 py_{t-1} + \alpha_7 g_t + \alpha_8 g_{t-1} + \alpha_9 t_t + \alpha_{10} t_{t-1} + \text{dummy}_t + u_{it} \quad (9)$$

Böylelikle Denklemin 9’un bağımlı değişkeni  $i$ =faiz iken; bağımsız değişkenleri  $e$ =enflasyon,  $fd$ =doğrudan yatırım,  $py$ =portföy yatırımı,  $g$ =büyüme,  $t$ =tasarrufu temsil etmektedir.

#### 4.2 Modelin Tahmin Edilmesi

Modelin tahmin edilmesi sırasında kullanılan yöntem panel datadır. Bu yöntemin seçilmesinin nedeni yirmi ülkeye ait çeşitli ekonomik göstergeler ile yirmidört yıllık bir zaman kesitinin tahmin edilmesidir. Böylece Türkiye’nin de dahil olduğu çeşitli gelir düzeylerine sahip ülkelerden elde edilecek sonuç ile modelin

anlamlılık düzeyinin artması ve çalışmaya orjinallik kazandırması beklenmektedir. Panel data ile birden fazla açıklayıcı veri, yine birden fazla gözlem için hesaplanabilmekte ve karşılaştırılabilmektedir. Ayrıca panel data yeterli kesit gözlem sayısının tekrarlanmasına imkan vermesi ile araştırmacıya kısa zaman serilerindeki değişiklikleri yakalama fırsatı da vermektedir. Hesaplanan birden fazla konu (örneğin; ülkeler, şehirler, insanlar v.b.), yine birden fazla zaman boyutunda gözlenmekte, zaman boyutuna ait kesit verileri kullanılarak ekonomik ilişkiler tahmin edilebilmektedir.<sup>219</sup>

Panel data hem mekan hem de zaman boyutlarının bir arada analizini gerektirir. Mekan boyutu; gözlemlenen kesit birimlerinin grubudur. Buna örnek olarak ülkeler, firmalar, insan grupları verilebilmektedir. Zaman boyutu ise; belirli bir zamana yayılmış kesit birimleri ile karakterize edilen değerler setinin periyodik gözlemlerdir. Genellikle gözlemlerin kesit birimleri  $i$ , zaman boyutu ise  $t$  ile gösterilmektedir. Bazı örneklerde zaman boyutu kesit birimler içerisinde yerleşmiş olsa da, bazen de zaman içerisinde yerleşmiş kesit birimleri görmek mümkündür.<sup>220</sup> Hata terimi ise hem mekan hem de zaman boyutunu birlikte üzerinde taşımaktadır.

Klasik bir panel data modeli aşağıdaki gibi gösterilebilir;<sup>221</sup>

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \epsilon_{it} \quad (10)$$

Denklem 10'da yer alan  $Y$  bağımlı değişkeni,  $X$  ise bağımsız değişkeni göstermektedir.  $\alpha_i$ ,  $t$  zamanı içerisinde ve  $i$ 'nci birime özel olan sabit değerdir.  $\epsilon_{it}$  ise yine  $t$  zamanı içerisinde yer alan ve  $i$ 'nci birime ait olan hata terimidir. Tüm birimler için  $\alpha_i$  aynı olduğunda sıradan en küçük kareler yöntemi,  $\alpha$  ve  $\beta$  hesaplamalarının tutarlı ve uygun olmasını sağlamaktadır.

Panel data yönteminde iki adet temel çerçeve bulunmaktadır; sabit etkiler modeli ve rastlantısal etkiler modelidir.<sup>222</sup> Sabit etkiler modelinde, sabit terim kesit

<sup>219</sup> W.H.Greene, **Econometric Analysis**, Third Edition, New Jersey: Prentice Hall, 1997, s.612

<sup>220</sup> Yaffe Robert, "A Primer For Panel Veri Analysis", **New York University Information Technology Services**, Fall 2003 Edition, September 2003, s.2

<sup>221</sup> E.Baldemir, A.Keskiner, "Devalüasyon, Para, Reel Gelir Değişkenlerinin Dış Ticaret Üzerine Etkisinin Panel Veri Yöntemiyle Türkiye İçin İncelenmesi", **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:6, Sayı:4, 2004, s.47

birimleri için birimler arasında farklılık görülürken, zaman açısından kimi zaman farklılık bulunmakta, kimi zaman bulunmamaktadır. Rastlantısal etkiler modelinde ise tahmin rastlantısal sabit terimler ile yapılmaktadır. Sabit etkiler ve rastlantısal etkiler modellerinden hangisinin tercih edileceği çoğunlukla etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasındaki ilişkinin olup olmamasına bağlıdır. Etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasında ilişki yok ise bu durumda rastlantısal etkiler modelinin, ilişkinin var olması durumunda ise sabit etkiler modelinin kullanılması anlamlı olacak ve tutarlı sonuç alınacaktır. Ayrıca sayılan iki temel model dışında; sabit katsayılar modeli, hata bileşenleri modeli, rastlantısal parametreler modeli, dinamik panel modeli, kuvvetli panel modelleri de bulunmaktadır.

Çalışmada modelin tahmin edilmesi sırasında Hausman testi sonucu rastlantısal etkiler modeli seçilmiştir. Tahmin sırasında bağımlı değişkenler gecikmeli alınırken ortaya çıkan, bağımlı değişken ile hata terimi arasındaki ilişkiden kaynaklanan problemin ortadan kaldırılması için “İlk Farkları Alınmış Model” (GMM) metodu kullanılmıştır.

#### **4.2.1 Tahmin Edilen Modele Ait Veriler**

Modelin tahmin edilmesi sırasında yirmi ülkenin 1981 – 2005 yılları arasındaki çeşitli ekonomik verilerinden yararlanılmıştır. Söz konusu ülkelerin seçimine ilişkin olarak; yüksek, orta ve düşük gelirli ülke gruplarından örnekler alınmıştır. Bu ülkeler sırasıyla Batı Avrupa ülkelerinden İngiltere, Norveç, İsviçre, Hollanda, İtalya ve İspanya; kalkınma hızı yüksek Doğu Asya ülkelerinden Japonya, Tayland, Güney Kore, Malezya ve Singapur; yeni gelişen ekonomisiyle önemli bir yere sahip olan Hindistan; Türkiye ile benzer ekonomik yapıya sahip olmaları ile dikkat çeken Latin Amerika ülkelerinden Arjantin, Şili, Meksika, Brezilya ve Venezüela; alt gelir grubunu temsilen Afrika ülkelerinden Nijerya ve Kenya; ve nihayet Türkiye ekonometrik tahminlemeye konu olmuştur. Türkiye dışındaki ülkelere ait göstergeler Ekler sayfasında yer alan tablolarda verilmiştir.

---

<sup>222</sup> Baldemir, s.47

Söz konusu ülkelere ait ekonomik göstergelerin seçimi sırasında çalışmanın amacı olan finansal liberalizasyon, iktisadi büyüme arasındaki bağın ortaya çıkarılmasına yönelik veriler dikkate alınmıştır. Bu bağlamda büyüme hızı; finansal liberalizasyonun iktisadi büyümeyi etkileme kanalları Tasarruf/GSMH, Yatırım/GSMH ve reel faiz; önemli bir ekonomik gösterge olan enflasyon ve GSMH; finansal liberalizasyon politikalarının sonucuna dair bilgi veren doğrudan yatırım ve portföy hareketleri gibi sermaye hareketlerine ait veriler kullanılmıştır.

Türkiye dışındaki ülkeler ile ilgili söz konusu verilerin temin edilmesi sırasında; yatırım, tasarruf, büyüme hızları, doğrudan ve dolaylı yatırım büyüklükleri için IMF'nin finansal istatistik servisinden, faiz oranları ve Amerikan Doları cinsinden GSMH verileri yine IMF'nin ülke sonuçları veri tabanından elde edilmiştir. Ancak zaman zaman söz konusu kaynağın yetersizliği karşısında başta OECD tarafından yayınlanan çeşitli yıllara ait veri tablolarına, ilgili ülkelerin merkez bankaları ve istatistik kurumlarından internet aracılığı ile faydalanılmıştır.

#### 4.2.2 Modelin Tahmin Edilmesi

1970'lerin sonlarında başlayan 1980'lerin sonlarında olgunlaşan finansal serbestleşme uygulamalarının gerek büyüme gerekse diğer değişkenler üzerindeki etkisini anlamak için 1990 öncesine 0, 1990 sonrasına 1 değerleri verilmiştir. Tablo 16, 17, 18, ve 19'da katsayıların altında yer alan *italik* değerler standart hataları göstermektedir. “\*” ve “\*\*\*” ise sırasıyla %10 ve %5 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir. Tablo 16 için; AR(1) test sonucunun negatif ve % 5 veya % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlı ve AR(2) test sonucunun da negatif ve anlamsız olması beklenmektedir. Tablo 17, 18 ve 19 içinse; AR(1) ve AR(2) testleri modelde otokorelasyon sorunun olup olmadığını test etmek için kullanılmakta ve negatif değerler alması beklenmektedir. Diğer taraftan; AR(1) test sonucunun negatif ve %5 veya %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı olması gerekmektedir.

İlk olarak iktisadi büyüme hızı bağımlı değişken, reel faiz, doğrudan yatırım, enflasyon ve tasarrufun bağımsız değişken olarak kabul edildiği Denklem 6'ya ait sonuçlar Tablo 16'da verilmiştir.

Tablo 16 - Ekonometrik Tahmin Sonuçları-1, 1981-2005-Bağımlı değişken:  $g_t$ 

Değişkenler	GMM-Sistem (2 Aşamalı)
$g_{t-1}$	0.289 0.071**
$g_{t-2}$	0.029 0.058
$i_t$	-0.007 0.005
$i_{t-1}$	-0.018 0.009*
$i_{t-2}$	0.005 0.007
$fd_t$	0.002 0.0003**
$fd_{t-1}$	0.001 0.0002**
$fd_{t-2}$	0.0003 0.0001*
$e_t$	-0.0013 0.0015
$e_{t-1}$	0.0026 0.0004**
$e_{t-2}$	-0.0002 0.001
$t_t$	0.037 0.052
$t_{t-1}$	0.130 0.069*
$t_{t-2}$	-0.101 0.050*
$dummy_t$	-0.892 0.293**
<b>Wald Testleri</b>	
<b>Joint</b>	1.272e+006**
<b>Time</b>	15.17 **
<b>Spesifikasyon Testleri</b>	
<b>AR(1)</b>	-2.238*
<b>AR(2)</b>	-1.808

İki aşamalı GMM sistem tahmin sonuçlarına göre finansal serbestleşme ekonomik büyümeyi etkileyen en önemli unsurlardan biri değildir. Doğrudan yatırım değişkeni (fd) istatistiki açıdan anlamlı bir değişkendir. Ancak iktisadi büyüme üzerine etkisi binde 2 ve 3 gibi oldukça zayıftır. Tasarruf oranlarının ekonomik

büyüme üzerine olan etkisi ise dikkat çekicidir. Buna göre tasarruf oranları t-2 döneminde ekonomik büyümeyi negatif ve anlamlı düzeyde etkilerken, t-1 döneminde ise, bu defa, pozitif ve anlamlı düzeyde etkilemektedir. Rweinhart ve Tokatlidis'in 2001 yılındaki elli ülkeyi kapsayan ekonometri çalışmasının sonucunda; reel faiz oranının yükseldiği, yatırımların verimliliği yükselmekte ve doğrudan yabancı sermaye girişleri artmaktadır. Japelli ve Pagano ise 1960 ve 1987 yılındaki çalışmalarında finansal serbestleşme sonucu tasarrufların ve büyüme hızının düştüğü sonucuna varmışlardır. Buna göre ulaşılan neticeler de kesin bir fikir birliğinin oluşmadığı gözlenmektedir. Çalışmanın model tahminlemede ilk denklemden alınan sonuca göre de; finansal serbestleşme, genel olarak dünyada yeterli şartlar oluşmadan uygulamaya konulduğunda ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir.

İkinci olarak tasarrufun bağımlı değişken; faiz ve büyümenin bağımsız değişken olarak verildiği Denklem 7'ye ait sonuçlar Tablo 17'de verilmiştir.

**Tablo 17 - Ekonometrik Tahmin Sonuçları-2, 1981-2005 Bağımlı değişken:  $t_t$**

Değişkenler	Random Effects (RE)	GMM-Sistem 2 Aşamalı
$i_t$	0,042 0,012**	0,012 0,015
$i_{t-1}$		-0,0028 0,001**
$g_t$	0,295 0,086**	-0,0058 0,115
$g_{t-1}$		-0,096 0,099
Dummy $_t$	3,060 1,191**	-0,827 0,529
Dummy $_{t-1}$		-3,045 0,855**
$t_{t-1}$		-0,309 0,234
<b>Wald Testleri</b>		
Joint	35.39**	175,7**
Time		11,36**
<b>Spesifikasyon Testleri</b>		
Hausman	0,04	
AR(1)	1.552	-1,213
AR(2)	1.824	-0,8062

Tablo 17'deki iki aşamalı GMM sistem tahmin sonuçlarına göre, finansal serbestleşmenin tasarruflar üzerinde negatif bir etkisinin olduğu görülmektedir. Tablo 17'de de görüldüğü gibi, finansal serbestleşme durumunda ekonomik büyümede % 3'lük bir azalma meydana gelmektedir. Yüksek reel faizden yararlanan kısa vadeli sermaye girişleri, geldikleri ülkede döviz girişleri nedeniyle ithalatı ucuzlatıp tüketimi arttırmış, gelirden tasarruflara ayrılan payın düşmesine neden olmuştur.

Ayrıca tasarruf sahipleri, birikimlerini finansal piyasalara yatırmak yerine, hazine bonusu ve devlet tahvili gibi kamu finansmanına yönelik yatırım araçlarına aktarmışlardır. Diğer bir deyişle, finansal kesimde toplanan iç kaynaklar da yine getiri oranı diğer tasarruf enstrümanlarından yüksek olan kamu kâğıtlarına kaymış dolayısıyla özel sektör de dışlanmıştır.

Üçüncü olarak portföy yatırımlarının bağımlı; reel faiz, büyüme ve tasarrufun bağımsız değişken olarak kabul edildiği Denklem 8'in sonuçları Tablo 18'de verilmiştir.

**Tablo 18 - Ekonometrik Tahmin Sonuçları-4, 1981-2005 Bağımlı değişken: pyt**

<b>Değişkenler</b>	<b>Random Effects (RE)</b>	<b>GMM-Sistem 2 Aşamalı</b>
<b><math>i_t</math></b>	0,0037 0,0039	0,0002 0,003
<b><math>i_{t-1}</math></b>		-0,002 0,002
<b><math>g_t</math></b>	0,096 0,045**	0,060 0,031*
<b><math>g_{t-1}</math></b>		0,059 0,025**
<b><math>t_t</math></b>	-0,026 0,049	-0,014 0,013
<b><math>t_{t-1}</math></b>		-0,022 0,017
<b>Dummy<sub>t</sub></b>	2,732 0,863**	0,057 0,816
<b>Dummy<sub>t-1</sub></b>		0,026 0,369
<b>py<sub>t-1</sub></b>		-0,497 0,030**
<b>Wald Testleri</b>		
<b>Joint</b>	17,50**	2424**

<b>Time</b>		6,154*
<b>Spesifikasyon Testleri</b>		
<b>Hausman</b>	1,00	
<b>AR(1)</b>	1,714	-0,1312
<b>AR(2)</b>	1,577	-0,5451

Tablo 18'deki iki aşamalı GMM Sistem tahmin sonuçlarına göre portföy yatırımları ile büyüme hızı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiş, ancak finansal serbestleşme ile portföy yatırımları arasında anlamlı herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Diğer taraftan; gecikmeli reel faiz değişkeni ile portföy yatırımları arasında anlamlı herhangi bir ilişkiye rastlanmamış, ancak gecikmesiz reel faiz ile portföy yatırımları arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu durum; portföy yatırımlarının oldukça hızlı hareket ettiğini ve ekonomileri kısa sürede etkisi altına aldığını göstermektedir. İktisadi büyüme hızı ile de anlamlı bir ilişkisi olan portföy yatırımlarının, tasarruflar ile ilişkisi beklendiği gibi negatiftir. Dolayısıyla artan portföy yatırımları ülke tasarrufunu azaltmaktadır.

Dördüncü olarak bağımlı değişkenin reel faiz; bağımsız değişkenlerin ise enflasyon, doğrudan yatırım, portföy yatırımı, büyüme ve tasarrufun olduğu Denklem 9'a ait sonuçlar Tablo 19'da verilmiştir.

**Tablo 19 -Ekonometrik Tahmin Sonuçları-5, 1981-2005 Bağımlı değişken:  $i_t$**

<b>Değişkenler</b>	<b>Random Effects (RE)</b>	<b>GMM-Sistem 2 Aşamalı</b>
$e_t$	0,073 0,00589**	0,1119 0,022**
$e_{t-1}$		0,011 0,019
$fd_{1t}$	0,249 0,390	-0,709 0,354*
$fd_{1t-1}$		-0,073 0,584
$py_t$	-0,332 0,104**	-0,201 0,243
$py_{t-1}$		0,722 0,513
$g_t$	-0,872 0,483*	-0,450 0,352
$g_{t-1}$		-0,144 0,181
$t_t$	1,403	2,724



	<i>0,746*</i>	<i>1,014**</i>
<b>t<sub>t-1</sub></b>		0,702 <i>0,203**</i>
<b>Dummy<sub>t</sub></b>	-3,886 <i>4,676</i>	1,230 <i>3,885</i>
<b>Dummy<sub>t-1</sub></b>		-1,369 <i>5,193</i>
<b>i<sub>t-1</sub></b>		-0,665 <i>0,020**</i>
<b>Wald Testleri</b>		
<b>Joint</b>	3,125e+004**	1,235e+006**
<b>Time</b>		7,522**
<b>Spesifikasyon Testleri</b>		
<b>Hausman</b>	3,63	
<b>AR(1)</b>	-0,926	-1,308
<b>AR(2)</b>	0,978	-1,557

Tablo 19'deki iki aşamalı GMM-Sistem tahmin sonuçlarına bakıldığında, faiz oranları ile gerek ekonomik büyüme gerekse portföy yatırımları ve finansal serbestleşme arasında anlamlı herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Tahmin sonuçlarına göre faiz oranlarını belirleyen temel değişkenler; enflasyon oranı ve tasarruflardır. Faizlerin yükselmesi maliyetlerde de artışlara yol açacağından üretken alanlara aktarılacak doğrudan sermaye girişleri de azalacaktır. Faiz oranlarındaki artış spekülasyon amaçlarına yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerini etkilemektedir.

Tablo 19'a bakıldığında faiz oranlarının, gecikmeli değerinden ve portföy yatırımlarından yüksek oranda etkilendiği görülmektedir. Bu ise; öncelikle, kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz arasında karşılıklı bir etkileşimin olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, reel faizlerdeki yukarı yönlü hareketler de bir anlamda kısa vadeli sermaye girişlerini arttırmakta, bu ise kırılgan olan piyasalar için riski yükseltmektedir. Esas olarak faiz oranlarının kamunun fon ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik olarak yükselmesi ile sonuçlanan bir finansal serbestleşme programının başarılı olabilmesinin ön koşulunun bütçe disiplini sağlamak olduğu ortaya çıkmaktadır. Benzer bir model tahmini Bandiera, Caprio, Honohan ve Schiantarelli tarafından yapılmış ve ülkeler arasında farklı sonuçlar elde edilmiş, söz konusu çalışmada reel faizin tasarruflar üzerine etkisi tam olarak anlaşılabilmiştir.

## Sonuç

Düşünürlerin toplumsal refah seviyesi ile ilgilenmeleri ile birlikte iktisadi büyüme kavramı da önem kazanmaya başlamıştır. Adam Smith, David Ricardo ve Thomas Malthus gibi önemli klasik iktisatçılar nüfus ve üretim artışları arasındaki ters ilişki nedeniyle, iktisadi büyümenin bir süre sonra duracağını belirtmişlerdir. Klasik iktisatçıların ardından, ekonomik büyümeye (büyüme) gereken önem verilmemiştir. İkinci Dünya Savaşı'nın ardından, yaşanan gelişmeler tekrar büyümenin önem kazanmasına ve başta iktisatçılar olmak üzere araştırmacılar tarafından bir ülkenin büyüme hızını ve refah seviyesini artırma yolları araştırılmaya başlanmıştır.

Söz konusu dönemde büyümenin kazandığı bu önemin başlıca nedenlerinden biri ülkeler arasındaki kalkınma seviyesi arasındaki farkların giderek derinleşmesi ve geri kalmış toplumların artan haberleşme teknolojisi sayesinde refah seviyesi yüksek olan ülkelerdeki yaşam biçimleri hakkında daha fazla bilgi sahibi olmaları ve onlara yetişme istekleridir. Bir diğer önemli neden ise savaştan yenik düşen Almanya ve Japonya gibi ülkelerin ekonomilerinin adeta çökmesi ve bu yıkımdan kurtulmak istemeleri gelmektedir. Ayrıca İkinci Dünya Savaşı'nın yaşandığı dönem beraberinde bir çok sömürge ülkelerinin de bağımsızlıklarını elde ettikleri bir süreç olmuş, söz konusu ülkeler de bağımsızlıklarını koruyabilmenin güçlü bir ekonomi ile mümkün olabileceği inancıyla büyümeye büyük önem vermişlerdir.

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

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

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

McKinnon ve Shaw'un da finansal serbestleşme ile ilgili teorilerinin çıkış noktası finansal baskı uygulamalarıdır. Nitekim finansal serbestleşme hipotezi savunulurken, finansal baskının olumsuzluklarına değinilmiş ve finansal piyasaları bu politikalardan arındıracak uygulamalar bütünü önerilmiştir. McKinnon ve Shaw'a göre, finansal piyasalara uygulanan üzerindeki baskı ve kontrol, yatırımlar için gerekli olan fonları azaltmakta ve ekonominin uzun süreli büyümesini engellemektedir. Bu sonuca ulaşmadaki dayanakları ise; kaynakların marjinal verimlilik düzeyleri düşük yatırımlara aktarılması, tasarrufların da üretken olmayan finansal aktiflere yönelmesidir.

McKinnon ayrıca finansal baskının, ekonomide geleneksel ve modern olmak üzere ikili üretim yapısına neden olduğunu da belirtmiştir. Düalizm olarak bilinen bu ikili yapı, düşük verimliliğe sahip geleneksel teknolojiler ile yüksek verimliliğe sahip gelişmiş teknolojilerin birarada faaliyet gösterdiği bir düzen oluşturur. Finansal baskı girişimcilerin finansman olanaklarını sınırlayarak, geleneksel teknolojiye yatırım yapmalarına ve toplam üretim verimliliğinde düşüğe neden olmaktadır. Finansal serbestleşmenin bir diğer savunucusu Fry ise, devletin düşük vergi oranları ile fon sağlayamaması sonucu, finansal baskı politikalarını ikinci en iyi politika olarak seçtiğini belirtmiştir.

Dornbusch ve Reynoso'da faiz oranları üzerindeki tavanların kaldırılmasını uygun bulmaktadır. Baskıcı politikaların bırakılması halinde yükselecek reel faiz oranları, daha başka koşullarda elverişli duruma gelebilecek dış kaynakları hareketlendirerek, yurt içi finansal sisteme yönlendirilebilecektir. Bu durumda iç tasarruf yetersizlikleri dış tasarruflarla aşılmış olacaktır. Dornbusch'a göre, özellikle yüksek enflasyon ve istikrarsız bir ekonomik yapıdaki ekonomik sistem baskı altına alındığında, kalkınma çabaları ile ters düşmektedir

Finansal baskı politikaları, İkinci Dünya Savaşı'nın ardından birçok ülkede uygulama alanı bulmuştur. Keynesyen teorinin etkili olduğu bu dönemde, müdahaleci politikalar aracılığıyla, faizler kontrollerle düşük seviyede tutularak ve krediler üzerindeki kısıtlamalar ile kalkınma öncelikli sektörlere kaynak aktarmak, büyüme hedefine ulaşmanın şartları haline gelmiştir. Yine bu dönemde müdahaleci politikaların uygulanması planlı ekonomilerle mümkün olmuştur.

1970'li yıllara dek negatif reel faiz uygulaması ve planlı ekonominin uygulandığı dönemde dünyada hızlı bir ekonomik büyüme elde edilmiş, hatta bu dönem *altınçağ* olarak isimlendirilmiştir. Ancak 1970'li yıllardan itibaren, birçok ülkenin ekonomisinde tıkanıklıklar meydana gelmiş ve bir anlamda altınçağ dönemi sona ermiştir. Bunun nedenleri arasında OPEC'in petrol fiyatlarını yükseltmesi ve bununla birlikte başlayan petrol krizi, Bretton Woods para sisteminin yıkılması ve ithal ikameci politikaların sonucu döviz rezervlerinin azalması ve tüketimin teşvik edilmesidir.

1970'li yıllardan itibaren başgösteren ekonomik krizler ve istikrarsızlıkların sorumlusu olarak finansal baskı politikaları gösterilmiş ve bu dönemde McKinnon ve Shaw finansal serbestleşme üzerine teorilerini geliştirmişlerdir. McKinnon ve Shaw, finansal baskıcı politikalardan derhal vazgeçilmesini, tasarrufların artırılması ve yatırımların finansman olanağına kavuşması için reel faiz oranlarının yükseltilmesi gerektiğini savunmuşlardır. IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan da destek alan bu görüşler, hem ülke yönetimlerinin tercihi hem de sözkonusu kuruluşların etkisi ile geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Böylelikle dünyada ekonomik ve sosyal açıdan yeni bir dönem başlamış, teknolojiye ilerleme de bu gelişmeleri hızlandırmıştır. Ayrıca bu dönemde geri kalmış ülkelerdeki tasarruf

yetersizlikleri ile gelişmiş ülkelerdeki tasarruf fazlalıklarının birbiriyle örtüşmesi, piyasalarda serbestleşmeyi teşvik etmiştir. Böylece bu görüş 1980’li yıllarda tüm dünyaya yayılmıştır.

Çalışmanın çıkış noktasına temel teşkin eden, Neo-klasik finansal liberalizasyon yaklaşımı olarak da adlandırılan, McKinnon ve Shaw’un finansal serbestleşmeye ait düşünceleri şu şekilde özetlenebilir;

- a) Finansal serbestleşme ile birlikte reel faiz oranları artacak ve pozitif seviyeye ulaşacaktır,
- b) Reel faizin artışı iç tasarrufları finansal araçlara çekecek ve yatırımlar için kullanılabilir fonlar artacaktır,
- c) Ayrıca yüksek reel faiz, getirisi yüksek yatırım projelerini teşvik edeceğinden, verimli yatırımlar da artacaktır,
- d) Sonuçta üretimdeki artış, ekonomik büyümeyi hızlandıracak, istikrarlı bir yapıya kavuşturacaktır.

Mathieson, Fry, Kapur ve Galbis gibi iktisatçılar McKinnon ve Shaw’un en yakın takipçileri olmuşlardır. Finansal serbestleşme politikalarının uygulanmaya başlaması ile liberalizasyon karşıtı görüşler de ortaya atılmış, meydana gelen finansal krizler bu görüşlerin kuvvetlenmesine neden olmuştur. Ancak ülke koşullarındaki farklılıklar neticesinde çokça görüş ayrılığına rastlanmaktadır. Finansal serbestleşme aleyhinde olan görüşler içerisinde Yeni Yapısalcılar, kredi tayinlaması taraftarları ve Yeni Keynesyenler başta gelmektedir.

1970 yılından itibaren genel olarak uygulama alanı bulan finansal serbestleşme politikalarının, 1990’lı yıllarda alınan sonuçlara göre, bazı ülkeler dışında beklendiği gibi ekonomik gelişmelere ulaşamamıştır. Özellikle Türkiye ve bazı Latin Amerika ülkeleri önemli bir örnek teşkil etmiş, adeta laboratuvar görevi görmüşlerdir. Latin Amerika ülkeleri içerisinde, Şili finansal serbestleşme konusunda en başarılı ülkelerden birisidir.

Arjantin, Meksika ve Brezilya gibi ülkeler ise, Türkiye ile büyük benzerlik göstererek, çeşitli zamanlarda ve büyüklükte ekonomik krizler yaşamışlardır. Özellikle uygun koşullar sağlanmadan sermaye hesaplarının üzerindeki kontrollerin kaldırılması, bu gibi ülkelerde finansal piyasaların kırılganlıklarını arttırırken,

ekonomilerini dış krizlerin etki alanına bırakmışlardır. Söz konusu ülkelerdeki benzer özellikler ise sürdürülemez bir bütçe açığı problemi ve fiyat istikrarsızlıkları, hatta zaman zaman hiperenflasyon yaşamalarıdır. Rusya'da 1990'lı yıllardan sonra benimsediği piyasa merkezli politikalar çerçevesinde finansal ve sermaye piyasalarında reformlara başlamış, 1998 yılında önemli bir kriz geçirmiş ve bu kriz Arjantin, Türkiye gibi dışa açık ülkeler tarafından da ithal edilmiştir.

Türkiye, yaşadığı finansal serbestleşme deneyimi, alınan sonuçlar ve ekonomik yapısı itibariyle Arjantin, Meksika ve Brezilya'ya benzemektedir. Türkiye'de 1980 yılına dek, ithal ikameci ve planlı ekonomik politikalar sürdürülmüş, 1970'li yılların ortasından itibaren girilen ekonomik bunalım sonucu, söz konusu politikalara devam edilememiştir. Bu dönemde hem dünyada meydana gelen değişimler hem de yoğun kredi ilişkisinin yaşandığı IMF'nin dayatmaları ile 1980 yılında piyasa ekonomisinin benimsendiği, ihracata yönelik kalkınma ve finansal serbestleşme politikalarını kapsayan yeni uygulamalar başlatılmıştır. Önce krizi aşmak için oluşturulan program, daha sonra tüm ekonomik hayatı etkileyen yapısal bir dönüşüm hareketi olmuştur.

24 Ocak 1980 tarihinde alınan kararlar doğrultusunda öncelikle faiz oranları üzerindeki tavan yükseltilmiş, 1981 yılında tamamen kaldırılmış, ancak daha sonraki gelişmeler nedeniyle yeniden kısmi veya tam kontrol uygulanmıştır. 1980 yılından itibaren yeni finansal kurumların ve araçların faaliyet göstermesine izin verilmeye ve 1982 yılından itibaren sermaye piyasası ile ilgili yeni çalışmalara başlanmıştır. Aynı şekilde döviz piyasasının liberalizasyonu da gerçekleştirildi. 1989 yılında ise finansal liberalizasyonun önemli bir uygulaması olan sermaye hesaplarının liberalizasyonu gerçekleştirilmiştir. 32 Sayılı Karar olarak da bilinen uygulama ile yapısal değişimde önemli bir adım atılmış, ekonomi ve özellikle finansal piyasalar krizlere duyarlı hale gelmiştir.

Finansal liberalizasyon teorilerinin ana fikri; reel faiz, tasarruf ve yatırım üzerinden iktisadi büyümenin etkilenmesidir. Türkiye için finansal serbestleşmenin iktisadi büyümeyi etkileme kanallarına ait sonuçlar şu şekilde özetlenebilir;

Reel Faiz: Finansal baskı dönemi olarak kabul edilen 1980 öncesi yıllarda negatif reel faiz oranı mevcuttu. Sönmez'in (1982) çalışmasında da tasarrufların yeterli düzeyde artmamasına neden olarak düşük reel faiz gösterilmiştir. 24 Ocak Kararları'nın ardından faiz üzerindeki kontroller kaldırılmış, ancak faiz oranları üzerindeki reform çalışmalarında zaman zaman geriye dönüşler yaşanmıştır. Kazgan (2004) çalışmasında uygulamalar sırasında deneme-yanılma yönteminin uygulandığını belirtmiştir. Ancak finansal liberalizasyon teorisinin öngördüğü üzere 1980 yılı sonrası reel faizler hızla yükselmeye başlamıştır. Kamu sektörünün bütçe açıklarını finanse etmek için iç ve dış kaynakları çekebilmek amacıyla reel faiz oranını sürekli yüksek tutması reel faiz oranını denge değerinin oldukça üzerine çıkartmıştır.

Tasarruf: Reel faizlerin yükselmesi ile beklenenin aksine ulusal tasarruflar arttırmamış, 1970 yıllara göre önemli bir değişiklik olmamıştır. Bunun iki nedeni vardır; birincisi kamu borçlanma gereğindeki yükseklik, hazine bonusu ve devlet tahvili gibi finansman araçlarının cazip hale gelmesi ve tasarrufların bütçe açıklarının finansmanına yönelmesidir; İkincisi ise, artan kısa vadeli yabancı sermaye girişleri, dövizin ucuzlayıp Türk Lirası'nın değerlenmesine neden olmuş, ucuzlayan ithalat, özellikle tüketimi teşvik ederek, gelirden tasarruflara ayrılan payın azalmasına neden olmuştur. Boratav (2000)'ın yaptığı değerlendirmede de Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermayenin (sıcak para) yatırımları aşındırdığı, tüketim artışlarını beslediği ve yurt içi tasarruf birikimlerini azalttığı sonucuna varılmıştır.

Yatırım: Finansal serbestleşmenin ardından beklendiği gibi yatırımlarda artış meydana gelmemiştir. Tasarrufların kamu açıklarının finansmanına kanalize edilmesi ve özel sektörün dışlanması yatırım harcamalarını olumsuz etkilemiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye ise yalnızca spekülatif amaçlı gelen kısa vadeli portföy yatırımları ile sınırlı kalmış, yatırımları teşvik edecek yabancı sermaye girişi yeterli miktarda olmamıştır. Reel faiz oranlarındaki artışın denge oranının bir hayli üzerinde kalarak yatırımların marjinal verimliliklerinin üzerine çıkması, girişimcilerin verimli yatırım projeleri yerine kamu kağıtlarına yatırım yapmasına neden olmuştur. Üretime yönelik yatırımların artışı, yetersiz bir seviyede kalmıştır. Güloğlu (2002)'na göre de mevduat faiz oranları, sermayenin marjinal verimlilik oranını aşması halinde

girişimciler yatırım yapmak yerine faiz geliri elde etmeyi tercih etmektedirler. Erzan (1993)'da Türkiye'de reel faiz oranlarındaki artışın girişimcilerin yatırım hırsını azaltacak şekilde maliyetleri yükselttiğini belirtmiştir.

İktisadi Büyüme; 1926 ve 1979 yılları arasında % 5,1 olan büyüme hızı, 1980 ve 2006 yılları arasında % 4,7'ye düşmüştür. 1980 yılından itibaren ihracata dayalı bir büyüme politikası izlenmiştir. Akyüz ve Boratav (2002)'in da belirttiği gibi bu politikalar imalat sanayinin teşviklerle ve vergi iadeleri ile desteklenerek iktisadi büyümeyi hızlandırmasına neden olmuştur. Ancak finansal piyasaların artan kırılganlıkları, yükselen reel faiz ile bir kısır döngü içerisinde artan bütçe açıkları ve yüksek döviz girdisi sağlayarak Türk Lirası'nı değerlendiren ve tüketimi teşvik eden, yatırımları olumsuz etkileyen kısa vadeli yabancı sermaye girişleri sonucu aralıklarla yaşanan çeşitli büyüklükteki ekonomik krizler iktisadi büyümeyi olumsuz etkilemiş, kimi zaman çok yüksek olan büyüme hızı kimi zaman negatif değerler almıştır.

Sonuç olarak çalışmada öne sürülen hipotezlerin neticelerine ilişkin şu değerlendirmeler yapılabilir;

Finansal serbestleşme reel faizlerin yükselmesi yolu ile tasarrufları arttırarak iktisadi büyümeyi hızlandırmaktadır. Ancak Türkiye için sonuca bakılacak olursa, yükselen reel faiz oranları bütçe açıkları nedeniyle iç ve dış tasarrufların kamu açıklarının finansmanına aktarılmasına neden olmuş ve tasarruflar beklenen düzeyde artmamıştır. Türkiye dışında ondokuz ülkenin ele alındığı amprik çalışmada da finansal serbestleşme ile birlikte tasarrufların beklendiği yükselmediği görülmüştür. Çeşitli ülkelerdeki finansal serbestleşmenin ardından tasarruf eğilimlerindeki değişimi inceleyen Bandiera, Caprio, Honohan ve Schiantarelli'nin amprik çalışmasında net bir sonuca ulaşılammıştır. Fry'ın ondört Asya ülkesini kapsayan çalışmasında ulaştığı sonuç ise finansal serbestleşmenin tasarrufları arttırdığı yönündedir.

Çalışmanın ikinci hipotezi olan uygun şartlar olmaksızın uygulanan finansal serbestleşmenin finansal krizlere yol açabileceği yaklaşımı da Türkiye örneğinde ortaya çıkmıştır. Türkiye'de 1980 yılında başlanan reform hareketleri, fiyat istikrarı, bütçe dengesi sağlanmadan ve finansal piyasalarda sağlıklı bir yapı kurulmadan



gerçekleştirildiğinden çeşitli zamanlarda finansal krizlerle karşılaşmıştır. Aslı Demirgüç-Kunt ve Enrica Degragiache'in 1997 yılındaki çalışmalarında, ayrıca Patrick Honohan'ın yine 1997 yılındaki çalışmasında ve Williamson ve Mahar'ın otuzdört ülkeyi kapsayan analizlerinde finansal liberalizasyonun doğru uygulanmadığı sürece krizlere neden olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmanın üçüncü hipotezinde finansal serbestleşmenin şartlarına yer verilmiştir. Yukarıda da belirtildiği gibi bu hipotez Türkiye örneğinde de ortaya çıkarılmıştır. Ayrıca çalışmanın model tahminlemesi sırasında da toplam yirmi ülkeden alınan sonuçlarda da uygun şartlar oluşturulmadan gerçekleştirilen finansal serbestleşmenin büyüme üzerine etkisinin düşük olduğu ve krizlerle karşılaşılabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Finansal liberalizasyon teorisinde, marjinal verimlilikleri düşük yatırımların finansman olanağı bulduğu ve tasarrufların üretken olmayan finansal aktiflere yönelmesi nedeniyle finansal baskı politikaları eleştirilmiştir. Finansal liberalizasyonun başarısı da baskıcı politikaların gerçekleştiremediği verimlilik artışı ve hızlı büyümeyi sağlaması ile kabul edilmektedir. Ancak finansal serbestleşmenin, bütçe açıklarının mevcut olduğu durumda gerçekleşmesi halinde yükselen faiz oranları ülke kaynaklarının bu defa kamu açıklarının finansmanına yönelmesine neden olmakta ve söz konusu ülke yine ulusal kaynak kayıpları ile karşılaşmaktadır.

Ayrıca çıkarılan bir diğer sonuç ise yabancı sermaye girişinden beklendiği gibi, etkinliği arttırarak ekonomik büyümeyi olumlu etkilemesinden çok, aşırı borçlanmaya neden olarak finansal sistemin kırılganlığını arttırmasıdır. Nitekim uluslararası sermaye akışının önemli miktarda genişlemesi ve reel faiz oranlarının yükselmesi ile yeni bir üretmeden kazanan sınıf dünya çapında ortaya çıkmıştır. Bazı gelişmekte olan ülkelerde kamu ve özel sektörün borçları, söz konusu ülkelerin GSMH'sı içerisinde önemli bir paya ulaşmıştır.

**EKLER\***

**EK A** - Asya Ülkeleri

**EK B** – Batı Avrupa Ülkeleri

**EK C** - Asya Kaplanları

**EK D** - Afrika Ülkeleri

**EK E** - Güney Amerika Ülkeleri

\* Tüm tablolarda IMF ve Dünya Bankası verilerinden yararlanılmıştır.

## EK. A Asya Ülkeleri

Tablo 20 - Hindistan'a Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı - %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	
1981	6.5	19.2	19.7	13.1	10.0	-2.7	0	0	0.0	0.0	190
1982	3.8	19.1	20.1	7.9	10.0	1.9	0	0	0.0	0.0	196
1983	7.4	19.0	19.3	11.9	10.0	-1.7	0	0	0.0	0.0	212
1984	3.7	19.1	19.7	8.3	10.0	1.6	0	0	0.0	0.0	213
1985	5.5	20.9	20.7	5.6	10.0	4.2	0	0	0.0	0.0	221
1986	4.9	19.8	21.2	8.7	10.0	1.2	0	0	0.0	0.0	243
1987	4.8	20.9	21.7	8.8	10.0	1.1	0	0	0.0	0.0	268
1988	9.9	20.8	20.2	9.4	10.0	0.5	0	0	0.0	0.0	294
1989	6.6	22.0	22.4	6.2	10.0	3.6	0	0	0.0	0.0	293
1990	5.7	23.1	22.9	8.5	10.0	1.4	0	0	0.0	0.0	317
1991	0.4	22.0	22.0	14.1	12.0	-1.8	74	5	0.0	0.0	281
1992	5.4	21.8	22.4	12.0	12.0	0.0	277	284	0.1	0.1	283
1993	5.0	22.5	21.4	6.0	12.0	5.7	550	1369	0.2	0.5	276
1994	7.6	24.8	21.9	10.1	12.0	1.7	973	5491	0.3	1.7	314
1995	7.5	25.1	24.4	10.4	12.0	1.4	2144	1590	0.6	0.4	357
1996	7.4	23.2	22.8	8.8	12.0	2.9	2426	3958	0.6	1.0	378
1997	4.5	23.1	21.7	7.4	9.0	1.5	3577	2556	0.9	0.6	411
1998	6.0	21.5	21.5	13.2	9.0	-3.7	2635	-601	0.6	-0.1	414
1999	7.1	24.9	23.3	4.7	8.0	3.2	2169	2317	0.5	0.5	442
2000	3.9	23.5	22.7	3.9	8.0	3.9	3584	2345	0.8	0.5	463
2001	5.2	23.6	23.1	3.7	6.5	2.7	5472	2853	1.2	0.6	474
2002	4.6	26.5	24.1	4.5	6.3	1.7	5626	1022	1.1	0.2	494
2003	8.3	28.9	24.7	3.7	6.0	2.2	4585	8216	0.8	1.4	575
2004	7.5	29.1	25.9	3.9	6.0	2.0	5474	0	0.8	0.0	666
2005	8.4	29.0	25.0	4.0	6.0	1.9	6600	0	0.9	0.0	772

## EK. B Batı Avrupa Ülkeleri

Tablo 21 - İngiltere'ye Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırım	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırım	
1981	-1.5	17.9	16.0	12.2	13.0	0.7	6	0	1.1	0.0	513
1982	1.9	17.5	16.7	8.5	11.4	2.7	5	0	1.1	0.0	485
1983	3.5	17.9	17.5	5.2	9.6	4.2	5	3	1.1	0.6	460
1984	2.6	18.0	18.4	4.4	9.3	4.7	0	0	-0.1	0.1	434
1985	3.5	18.2	18.4	5.2	11.6	6.1	5	3	1.2	0.6	461
1986	3.9	17.2	18.1	3.6	10.3	6.5	9	37	1.5	6.6	560
1987	4.5	17.3	19.1	4.1	9.2	4.9	16	59	2.3	8.6	689
1988	5.0	17.2	21.4	4.6	9.8	5.0	23	54	2.7	6.4	836
1989	2.2	17.0	22.1	5.2	13.3	7.7	32	30	3.8	3.5	844
1990	0.7	16.2	20.2	7.0	14.1	6.6	34	24	3.6	2.5	936
1991	-1.4	15.3	17.1	7.4	10.8	3.2	16	18	1.6	1.8	1039
1992	0.2	14.1	16.2	4.3	8.9	4.4	17	16	1.5	1.5	1080
1993	2.3	14.0	15.8	2.5	5.2	2.6	17	44	1.7	4.5	965
1994	4.3	15.5	16.5	2.1	5.2	3.0	11	47	1.0	4.5	1043
1995	2.9	15.8	17.0	2.6	6.3	3.6	22	59	1.9	5.2	1136
1996	2.8	15.9	16.8	2.4	5.8	3.3	27	68	2.3	5.7	1195
1997	3.0	16.9	17.0	1.8	6.5	4.6	38	44	2.8	3.3	1328
1998	3.3	17.8	18.1	1.6	6.8	5.1	75	35	5.2	2.5	1426
1999	3.0	15.5	17.9	1.3	5.0	3.7	89	184	6.1	12.5	1467
2000	3.8	14.9	17.5	0.9	5.8	4.9	122	256	8.5	17.7	1445
2001	2.4	15.0	17.2	1.2	4.8	3.5	54	70	3.7	4.8	1436
2002	2.1	15.2	16.8	1.3	3.9	2.5	26	76	1.6	4.8	1574
2003	2.7	15.1	16.5	1.4	3.6	2.1	28	156	1.5	8.6	1815
2004	3.3	15.3	16.9	1.3	4.4	3.1	78	160	3.6	7.4	2155
2005	1.9	14.9	17.1	2.0	4.6	2.5	196	231	8.8	10.4	2229

Tablo 22 - Norveç'e Ait Bilgiler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	
							1981	1.0	30.5	27.0	
1982	0.2	29.0	27.2	10.4	13.2	2.5	442	-679	0.9	-1.5	47
1983	3.6	29.5	27.7	7.0	12.9	5.5	328	-867	0.7	-1.7	50
1984	5.9	32.0	26.3	6.3	12.2	5.5	-180	667	-0.3	1.2	55
1985	5.2	31.1	24.7	5.2	12.9	7.3	-426	1650	-0.7	2.8	60
1986	3.6	25.4	27.7	-0.9	13.3	14.3	1017	4656	1.6	7.4	63
1987	2.1	25.6	27.9	6.9	13.3	6.0	187	3292	0.3	5.0	66
1988	0.1	25.0	28.2	5.0	12.9	7.5	279	4618	0.4	6.7	69
1989	1.0	26.0	25.5	5.6	10.8	5.0	1519	3606	2.1	5.0	72
1990	2.1	25.7	21.5	3.8	10.7	6.6	1003	1548	0.9	1.3	116
1991	3.6	24.7	19.8	2.2	10.0	7.6	-398	-585	-0.3	-0.5	119
1992	3.3	23.7	19.1	-0.6	9.6	10.3	-668	865	-0.5	0.7	127
1993	2.7	23.8	19.8	2.3	6.9	4.5	992	-1175	0.8	-1.0	117
1994	5.3	24.8	20.0	-0.1	7.4	7.5	2736	-518	2.2	-0.4	124
1995	4.4	26.4	19.9	2.9	7.4	4.4	2393	655	1.6	0.4	148
1996	5.3	28.4	20.3	4.1	6.8	2.6	3179	100	2.0	0.1	159
1997	5.2	30.1	22.1	2.9	5.9	2.9	3886	2500	2.5	1.6	157
1998	2.6	27.3	25.2	-0.7	5.4	6.1	4354	7289	2.9	4.9	150
1999	2.1	29.1	22.0	6.6	5.5	-1.0	8056	4238	5.1	2.7	158
2000	2.8	36.5	18.6	15.9	6.2	-8.4	5806	9843	3.5	5.9	167
2001	2.7	35.0	18.3	1.1	6.2	5.1	2109	2590	1.2	1.5	170
2002	1.1	32.0	18.1	-1.6	6.4	8.1	502	4675	0.3	2.4	192
2003	1.1	31.4	17.5	2.6	5.1	2.4	3563	13123	1.6	5.9	223
2004	3.1	33.5	18.0	5.6	4.4	-1.2	2474	9353	1.0	3.7	255
2005	2.3	36.1	18.7	8.4	3.8	-4.3	7806	32581	2.6	11.0	296

Tablo 23 - İsviçre'ye Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	
1981	1.8	27.4	27.3	5.6	5.6	0.0	0	0	0.0	0.0	97
1982	-1.3	27.3	26.2	6.5	4.6	-1.8	0	0	0.0	0.0	102
1983	0.5	27.1	26.7	2.7	4.2	1.4	643	1,766	0.6	1.7	107
1984	3.1	27.6	26.5	3.6	4.6	0.9	777	1,784	0.7	1.6	114
1985	3.5	28.8	26.7	2.5	4.7	2.1	1,267	5,431	1.0	4.5	122
1986	1.7	29.8	27.2	3.2	4.2	1.0	2,122	8,940	1.7	7.1	127
1987	1.3	30.4	27.5	2.5	4.0	1.5	2,320	4,639	1.8	3.5	132
1988	3.3	31.6	29.0	2.8	4.0	1.2	405	6,421	0.3	4.6	141
1989	4.6	32.3	29.6	3.2	5.2	1.9	2,497	6,371	1.6	4.2	153
1990	3.8	31.9	29.1	4.4	6.5	2.0	5,545	-551	3.4	-0.3	165
1991	-0.8	30.4	27.7	5.7	6.2	0.5	2,839	5,570	1.7	3.3	169
1992	-	28.6	24.8	2.2	6.4	4.1	1,128	3,571	0.7	2.1	173
1993	-0.2	28.3	23.3	2.4	4.6	2.1	1,707	12,501	1.0	7.1	176
1994	1.1	28.5	23.6	1.5	5.0	3.4	3,683	911	2.0	0.5	182
1995	0.4	29.9	23.3	0.8	4.5	3.7	4,158	4,960	2.2	2.7	186
1996	0.5	31.3	22.2	-0.1	4.0	4.1	4,373	12,895	2.3	6.9	186
1997	1.9	33.3	21.7	-0.1	3.4	3.5	7,306	9,033	3.7	4.6	198
1998	2.8	34.6	22.4	-0.3	3.1	3.4	9,649	10,247	4.7	5.0	206
1999	1.3	35.2	22.3	0.7	3.0	2.3	12,426	5,916	6.0	2.9	206
2000	3.6	37.3	22.8	0.8	3.9	3.1	19,788	10,247	9.0	4.7	219
2001	1.0	33.6	22.2	0.6	3.4	2.8	9,473	1,894	4.2	0.8	223
2002	0.3	31.6	21.6	1.6	3.2	1.6	6,785	7,483	2.8	3.1	239
2003	-0.2	35.7	20.7	1.2	2.7	1.4	17,490	-1,662	7.1	-0.7	247
2004	2.3	36.6	21.0	0.6	2.7	2.1	2,296	2,858	0.9	1.1	259
2005	1.9	38.2	21.4	-0.1	2.1	2.2	-600	5,636	-0.2	2.1	267

Kaynak: Swiss National Bank istatistik verileri

Tablo 24 - Hollanda'ya Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	
1981	-0.5	23.1	21.2	5.4	11.6	5.8	1,799	1,184	1.2	0.8	156
1982	-1.3	22.9	20.3	5.4	10.1	4.5	1,228	1,069	0.8	0.7	163
1983	1.8	23.8	20.4	2.1	8.6	6.4	1,358	1,393	0.8	0.8	173
1984	3.1	25.6	20.8	1.4	8.3	6.8	1,717	1,000	0.9	0.5	185
1985	2.7	24.3	21.5	1.8	7.3	5.4	1,505	2,710	0.8	1.4	196
1986	3.1	24.8	22.1	0.1	6.3	6.2	3,129	2,132	1.5	1.0	206
1987	1.9	24.4	22.5	-0.7	6.4	7.2	3,029	6,667	1.4	3.1	216
1988	3.0	25.8	23.1	0.9	6.4	5.5	4,781	10,340	2.1	4.5	230
1989	4.8	27.4	23.4	1.1	7.2	6.1	8,559	8,307	3.4	3.3	250
1990	4.1	26.0	23.0	2.2	8.9	6.6	10,676	-1,367	3.6	-0.5	295
1991	2.4	25.6	22.4	2.9	8.7	5.7	5,624	4,087	1.9	1.3	303
1992	1.5	24.8	22.2	2.3	8.1	5.7	6,187	3,847	1.8	1.1	335
1993	0.7	25.0	21.2	1.9	6.4	4.4	6,380	12,344	2.0	3.8	324
1994	2.9	26.1	20.8	2.3	6.9	4.5	7,127	-834	2.0	-0.2	349
1995	3.0	27.2	20.8	2.0	6.9	4.8	12,206	6,123	2.9	1.5	415
1996	3.4	26.7	21.6	1.3	6.2	4.8	16,604	13,432	4.0	3.3	412
1997	4.3	28.1	21.9	2.6	5.6	2.9	11,033	17,752	2.9	4.7	377
1998	3.9	25.2	22.2	1.9	4.6	2.7	37,619	30,074	9.5	7.6	394
1999	4.7	27.1	22.9	1.8	4.6	2.8	41,168	100,100	10.3	25.1	399
2000	3.9	28.4	21.9	4.1	5.4	1.3	63,119	55,242	17.0	14.9	372
2001	1.9	26.7	21.1	5.1	5.0	-0.1	51,980	74,193	13.0	18.5	401
2002	0.1	25.8	20.0	3.8	4.9	1.1	25,457	49,777	5.8	11.3	439
2003	0.3	25.4	19.5	2.2	4.1	1.9	20,441	85,229	3.8	15.8	539
2004	2.0	27.9	19.1	0.7	4.1	3.4	2,038	68,098	0.3	11.2	609
2005	1.5	26.5	19.3	1.7	3.4	1.6	40,416	158,993	6.4	25.2	630

Tablo 25 - İtalya'ya Ait Bilgiler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	
1982	0.4	22.8	24.2	17.5	19.4	1.6	617	-448	0.1	-0.1	623
1983	1.2	23.1	22.9	15.1	17.9	2.4	1,190	403	0.2	0.1	655
1984	3.2	23.1	22.7	10.8	15.4	4.1	1,321	320	0.2	0.0	701
1985	2.8	22.6	22.3	9.2	13.7	4.1	1,072	1,029	0.1	0.1	743
1986	2.9	22.4	21.5	7.5	11.4	3.6	-172	1,118	0.0	0.1	782
1987	3.2	21.9	21.5	6.0	10.7	4.5	4,175	-3,678	0.5	-0.4	829
1988	4.2	21.8	21.9	6.7	11.2	4.2	6,801	5,805	0.8	0.7	893
1989	3.4	21.0	21.9	6.2	12.6	6.0	2,166	12,262	0.2	1.3	958
1990	2.1	20.7	22.1	8.4	12.3	3.6	6,411	19,216	0.6	1.7	1,136
1991	1.5	19.6	21.7	7.5	12.5	4.7	2,401	18,720	0.2	1.6	1,199
1992	0.8	17.8	21.1	4.4	14.3	9.5	3,105	25,237	0.2	2.0	1,272
1993	-0.9	18.7	18.8	3.9	11.2	7.0	3,749	62,107	0.4	6.1	1,023
1994	2.2	19.2	18.5	3.6	10.5	6.7	2,199	29,895	0.2	2.8	1,055
1995	2.8	22.0	19.1	5.0	12.2	6.9	4,842	45,583	0.4	4.0	1,127
1996	0.7	22.2	18.9	5.2	9.4	4.0	3,546	74,655	0.3	5.9	1,260
1997	1.9	22.2	18.9	2.5	6.9	4.3	3,700	73,376	0.3	5.7	1,294
1998	1.4	21.6	19.3	2.6	4.9	2.2	2,635	111,987	0.2	9.2	1,219
1999	1.9	21.1	19.6	1.3	4.7	3.4	6,943	104,607	0.6	8.7	1,202
2000	3.6	20.6	20.3	2.0	5.6	3.5	13,176	57,020	1.2	5.2	1,101
2001	1.8	20.9	20.3	3.0	5.2	2.1	14,874	29,329	1.3	2.6	1,118
2002	0.3	20.8	20.9	3.4	5.0	1.6	14,699	32,924	1.2	2.7	1,223
2003	0.0	19.8	20.4	3.1	4.3	1.2	16,538	60,150	1.1	4.0	1,510
2004	1.1	20.3	20.6	2.9	4.3	1.3	16,772	58,551	1.0	3.4	1,727
2005	0.1	19.5	20.6	2.1	3.6	1.4	19,585	164,403	1.1	9.3	1,767



Tablo 26 - İspanya'ya Ait Bilgiler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	
1982	1.2	14.8	22.0	13.6	16.0	2.1	1,783	13	0.6	0.0	302
1983	1.8	14.6	21.4	11.9	16.9	4.5	1,622	48	0.5	0.0	319
1984	1.8	16.4	19.6	10.9	16.5	5.1	1,772	229	0.5	0.1	337
1985	2.3	17.8	20.2	8.6	13.4	4.4	1,968	491	0.6	0.1	356
1986	3.3	19.1	20.7	10.9	11.4	0.4	3,451	1,697	0.9	0.5	375
1987	5.5	18.7	21.9	5.9	12.8	6.5	4,571	3,770	1.1	0.9	407
1988	5.1	19.2	23.7	5.9	11.7	5.5	7,021	2,427	1.6	0.5	443
1989	4.8	18.7	25.1	6.9	13.6	6.3	8,428	8,155	1.8	1.7	481
1990	3.8	18.7	25.3	7.3	14.7	6.9	13,984	10,382	2.7	2.0	520
1991	2.5	17.9	24.6	6.9	12.4	5.1	12,493	22,517	2.2	4.0	560
1992	0.9	16.1	22.6	6.7	11.7	4.7	13,276	12,098	2.2	2.0	613
1993	-1.0	15.6	20.8	4.5	10.2	5.5	9,681	55,314	1.9	10.8	513
1994	2.4	15.5	20.7	3.9	10.0	5.9	9,216	-20,856	1.8	-4.0	516
1995	2.8	19.5	21.5	4.9	11.3	6.1	8,086	21,656	1.4	3.6	597
1996	2.4	19.6	21.4	3.5	8.7	5.1	9,623	3,127	1.5	0.5	623
1997	3.9	20.0	21.8	2.4	6.4	3.9	8,937	11,775	1.6	2.1	573
1998	4.5	22.1	23.0	2.5	4.8	2.3	14,282	16,740	2.4	2.8	602
1999	4.7	21.7	24.6	2.6	4.7	2.1	18,523	44,921	3.0	7.3	619
2000	5.1	21.7	25.8	3.5	5.5	2.0	38,835	58,146	6.7	10.0	582
2001	3.6	21.7	26.0	4.2	5.1	0.9	28,164	27,971	4.6	4.6	609
2002	2.7	21.8	26.3	4.3	5.0	0.6	39,993	34,105	5.8	5.0	688
2003	3.0	21.6	27.2	4.1	4.1	0.0	25,607	44,763	2.9	5.1	883
2004	3.2	21.1	28.1	4.0	4.1	0.1	24,792	141,686	2.4	13.6	1,041
2005	3.5	22.3	29.3	4.1	3.4	-0.7	22,789	170,429	2.0	15.1	1,127

## EK. C Asya Kaplanları

Tablo 27 - Japonya'ya Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırım	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırım	
1982	2.8	30.2	30.0	2.1	3.8	1.6	440	11,860	0.0	1.1	1,087
1983	1.6	29.4	28.3	2.4	3.8	1.3	410	14,150	0.0	1.2	1,183
1984	3.1	30.4	27.9	3.2	3.5	0.3	-10	7,030	0.0	0.6	1,259
1985	5.1	31.2	28.1	2.3	3.5	1.2	638	17,990	0.0	1.3	1,357
1986	3.0	31.4	28.0	1.7	2.3	0.6	226	1,690	0.0	0.1	2,007
1987	3.8	31.9	28.9	0.3	1.8	1.5	1,161	-11,380	0.0	-0.5	2,426
1988	6.8	32.8	30.5	0.8	1.8	1.0	-482	21,810	0.0	0.7	2,941
1989	5.3	32.8	31.6	2.3	2.0	-0.3	-1,038	97,000	0.0	3.3	2,947
1990	5.2	32.8	32.5	2.4	3.6	1.1	1,777	46,680	0.1	1.5	3,031
1991	3.4	33.8	32.1	2.9	4.1	1.2	1,286	127,339	0.0	3.7	3,454
1992	1.0	33.2	30.8	1.6	3.4	1.7	2,760	9,575	0.1	0.3	3,770
1993	0.2	32.1	29.5	0.5	2.1	1.6	119	-6,108	0.0	-0.1	4,337
1994	1.1	30.9	28.5	0.1	1.7	1.6	912	64,525	0.0	1.4	4,767
1995	1.9	30.2	28.0	-0.5	0.9	1.4	39	59,786	0.0	1.1	5,274
1996	2.6	31.4	28.4	-0.7	0.3	1.0	208	66,785	0.0	1.4	4,623
1997	1.4	30.7	27.6	0.5	0.3	-0.2	3,200	79,194	0.1	1.9	4,239
1998	-1.8	29.3	25.9	-0.1	0.3	0.4	3,268	56,063	0.1	1.5	3,858
1999	-0.2	28.3	25.5	-1.3	0.1	1.4	12,308	126,929	0.3	2.9	4,364
2000	2.9	28.0	25.2	-1.7	0.1	1.8	8,227	47,387	0.2	1.0	4,651
2001	0.4	27.1	24.7	-1.2	0.1	1.3	6,191	60,503	0.2	1.5	4,090
2002	0.1	26.0	23.3	-1.6	0.0	1.7	9,087	-20,044	0.2	-0.5	3,912
2003	1.8	26.4	22.9	-1.6	0.0	1.7	6,238	81,181	0.1	1.9	4,237
2004	2.3	26.5	22.9	-1.2	0.1	1.3	7,805	196,721	0.2	4.3	4,587
2005	2.6	27.0	23.2	-1.3	0.3	1.6	3,214	183,129	0.1	4.0	4,567

Tablo 28 - Tayland'a Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırım	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırım	
1982	5.4	21.8	26.9	5.3	13.0	7.3	191	68	0.5	0.2	37
1983	5.6	21.3	28.5	3.7	13.0	9.0	350	108	0.9	0.3	40
1984	5.8	22.0	28.6	0.9	13.0	12.0	401	155	1.0	0.4	42
1985	4.6	22.6	27.2	2.4	13.0	10.4	163	895	0.4	2.3	39
1986	5.5	23.9	25.8	1.8	9.8	7.8	263	-29	0.6	-0.1	43
1987	9.5	26.9	27.6	2.5	9.5	6.8	352	346	0.7	0.7	51
1988	13.3	31.6	30.7	3.8	9.5	5.5	1,105	530	1.8	0.9	62
1989	12.2	33.7	34.6	5.4	9.5	3.9	1,775	1,486	2.5	2.1	72
1990	11.6	32.8	40.4	5.9	12.3	6.0	2,444	-38	2.8	0.0	86
1991	8.1	34.3	41.6	5.7	13.7	7.5	2,014	-81	2.1	-0.1	96
1992	8.1	33.1	39.3	4.2	8.9	4.5	2,113	924	1.9	0.8	109
1993	8.3	33.9	39.6	3.3	8.6	5.2	1,804	5,455	1.5	4.5	122
1994	9.0	34.7	40.0	5.1	8.5	3.2	1,366	2,486	0.9	1.7	144
1995	9.2	35.3	41.1	5.8	11.6	5.5	2,068	4,083	1.2	2.4	168
1996	5.9	33.8	41.1	5.9	10.3	4.2	2,336	3,585	1.3	2.0	182
1997	-1.4	32.7	33.8	5.6	10.5	4.7	3,895	4,598	2.6	3.0	151
1998	-10.5	31.3	22.4	8.1	10.6	2.4	7,315	338	6.5	0.3	112
1999	4.4	29.8	20.8	0.3	4.7	4.4	6,103	-109	5.0	-0.1	123
2000	4.8	31.0	22.0	1.6	3.3	1.7	3,366	-546	2.7	-0.4	123
2001	2.2	29.7	23.0	1.7	2.5	0.8	5,067	-525	4.4	-0.5	116
2002	5.3	30.1	22.8	0.6	2.0	1.4	3,342	-694	2.6	-0.5	127
2003	7.0	30.3	24.0	1.8	1.3	-0.5	5,232	851	3.7	0.6	143
2004	6.2	30.3	25.9	2.8	1.0	-1.8	5,860	1,856	3.6	1.1	162
2005	4.5	28.8	29.0	4.5	1.9	-2.5	8,964	7,614	5.2	4.4	173

Tablo 29 - Güney Kore'ye Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırım	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	
1982	7.3	22.5	28.6	6.7	14.2	7.0	69	-15	0.1	0.0	133
1983	10.8	26.2	29.5	6.2	13.0	6.4	69	546	0.0	0.4	154
1984	8.1	28.1	29.2	6.0	11.4	5.1	110	836	0.1	0.5	172
1985	6.8	28.0	28.8	4.8	9.4	4.3	234	1,737	0.1	0.9	190
1986	10.6	31.8	28.4	5.5	9.7	4.0	460	-333	0.2	-0.2	214
1987	11.1	35.6	29.4	5.7	8.9	3.1	616	-297	0.3	-0.1	245
1988	10.6	39.4	29.9	7.6	9.6	1.9	1,014	-607	0.4	-0.2	280
1989	6.7	37.1	32.2	5.7	13.3	7.2	1,118	-2	0.4	0.0	310
1990	9.2	37.1	37.1	10.5	15.0	4.1	789	662	0.3	0.3	264
1991	9.4	37.1	38.9	10.7	16.5	5.2	1,180	2,906	0.4	0.9	308
1992	5.9	37.1	36.9	7.6	15.1	7.0	728	5,875	0.2	1.8	330
1993	6.1	36.2	36.3	6.3	12.1	5.4	588	11,088	0.2	3.1	362
1994	8.5	36.5	36.4	7.8	12.3	4.2	809	8,713	0.2	2.1	423
1995	9.2	36.0	37.3	7.4	12.4	4.7	1,776	14,619	0.3	2.8	517
1996	7.0	36.2	37.5	5.1	10.9	5.5	2,325	21,514	0.4	3.9	558
1997	4.7	35.3	35.6	4.6	11.7	6.8	2,844	13,308	0.6	2.6	517
1998	-6.9	35.2	30.3	5.8	12.8	6.6	5,412	775	1.6	0.2	345
1999	9.5	36.2	29.7	-0.1	8.7	8.8	9,333	7,908	2.1	1.8	445
2000	8.5	34.6	31.1	0.7	8.5	7.7	9,283	12,697	1.8	2.5	512
2001	3.8	33.5	29.5	3.5	6.7	3.1	3,528	12,227	0.7	2.5	482
2002	7.0	31.7	29.1	2.8	6.5	3.6	2,392	5,378	0.4	1.0	547
2003	3.1	31.5	29.9	2.7	4.9	2.2	3,526	22,690	0.6	3.7	608
2004	4.7	33.1	29.5	2.7	4.5	1.7	9,246	18,375	1.4	2.7	680
2005	4.0	35.2	29.3	-0.4	4.7	5.1	4,339	13,899	0.6	1.8	788

Tablo 30 - Malezya'ya Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	
1982	5.9	24.0	36.3	5.8	9.8	3.7	1,397	601	5.2	2.2	27
1983	6.3	26.3	35.8	3.7	8.0	4.2	1,261	668	4.1	2.2	31
1984	7.8	28.7	31.9	3.9	9.5	5.4	797	1,108	2.3	3.2	35
1985	-0.9	25.6	29.8	2.6	8.8	6.1	695	1,942	2.2	6.1	32
1986	1.2	25.4	26.3	0.4	7.1	6.7	489	30	1.7	0.1	28
1987	5.4	30.8	22.1	0.7	3.0	2.3	423	140	1.3	0.4	32
1988	9.9	31.1	24.6	0.3	3.3	3.0	719	-448	2.1	-1.3	35
1989	9.1	30.3	29.1	2.6	4.6	1.9	1,668	-107	4.3	-0.3	39
1990	9.0	30.2	33.0	3.0	5.7	2.6	2,332	-255	5.3	-0.6	44
1991	9.5	29.1	36.4	4.4	7.1	2.6	3,998	170	8.2	0.3	49
1992	8.9	31.4	36.6	4.8	7.9	3.0	5,183	-1,122	8.8	-1.9	59
1993	9.9	34.3	38.9	3.6	7.0	3.3	5,006	-709	7.5	-1.1	67
1994	9.2	34.8	40.2	3.7	4.9	1.1	4,342	-1,649	5.9	-2.2	74
1995	9.8	35.0	43.6	3.5	5.9	2.4	4,178	-436	4.7	-0.5	89
1996	10.0	38.2	42.5	3.5	7.1	3.5	5,078	-268	5.0	-0.3	101
1997	7.3	38.5	43.1	2.6	7.8	5.0	5,137	-248	5.1	-0.2	100
1998	-7.4	43.3	26.8	5.1	8.5	3.2	2,163	283	3.0	0.4	72
1999	6.1	40.5	21.9	2.8	4.1	1.3	3,895	-892	4.9	-1.1	79
2000	8.9	38.8	25.6	1.6	3.4	1.7	3,788	-2,145	4.2	-2.4	90
2001	0.3	34.7	24.9	1.4	3.4	1.9	554	-666	0.6	-0.8	88
2002	4.4	35.3	23.1	1.8	3.2	1.4	3,203	-836	3.4	-0.9	95
2003	5.5	36.8	22.0	1.1	3.1	1.9	2,473	1,174	2.4	1.1	104
2004	7.2	38.5	20.4	1.4	3.0	1.6	4,624	8,895	3.9	7.5	118
2005	5.2	38.6	20.0	3.0	3.0	0.0	3,966	-2,985	3.0	-2.3	131

Tablo 31 - Singapur'a Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	
1982	7.1	39.6	47.5	3.9	7.2	3.2	1,602	78	10.7	0.5	15
1983	8.5	44.5	47.5	1.0	6.3	5.3	1,134	111	6.7	0.7	17
1984	8.3	47.2	47.7	2.6	7.0	4.3	1,302	10	6.9	0.1	19
1985	-1.4	44.3	42.2	0.5	5.0	4.5	1,047	521	6.2	3.1	17
1986	2.1	42.1	36.0	-1.4	3.9	5.4	1,710	-261	9.5	-1.5	18
1987	9.8	39.7	33.5	0.5	2.9	2.4	2,836	320	13.5	1.5	21
1988	11.5	42.9	30.9	1.5	2.7	1.2	3,655	36	14.6	0.1	25
1989	10.0	44.8	32.5	2.3	3.2	0.9	2,887	375	9.6	1.2	30
1990	9.2	45.8	32.3	3.5	4.7	1.1	5,575	573	15.1	1.5	37
1991	6.6	47.0	33.6	3.4	4.6	1.2	4,887	-242	11.4	-0.6	43
1992	6.3	49.1	35.5	2.3	2.9	0.5	2,204	1,398	4.4	2.8	50
1993	11.7	46.3	34.7	2.3	2.3	0.0	4,686	2,867	8.1	4.9	58
1994	11.6	50.1	33.6	3.1	3.0	-0.1	8,550	114	12.0	0.2	71
1995	8.1	52.8	33.4	1.7	3.5	1.8	11,566	-1	13.8	0.0	84
1996	7.8	51.2	38.0	1.4	3.4	2.0	9,688	831	10.4	0.9	93
1997	8.3	55.1	38.7	2.0	3.5	1.4	13,655	-229	14.2	-0.2	96
1998	-1.4	54.3	37.5	-0.3	4.6	4.9	7,256	1,267	8.8	1.5	82
1999	7.2	51.2	33.7	0.0	1.7	1.7	16,569	2,858	20.0	3.4	83
2000	10.0	47.4	29.7	1.3	1.7	0.4	16,479	-1,243	17.7	-1.3	93
2001	-2.3	44.2	30.0	1.0	1.5	0.5	15,607	3,738	18.1	4.3	86
2002	4.0	38.7	25.5	-0.4	0.9	1.3	7,202	215	8.2	0.2	88
2003	2.9	40.2	24.1	0.5	0.5	0.0	10,389	5,226	11.2	5.6	93
2004	8.7	42.6	23.8	1.7	0.4	-1.3	14,839	2,435	13.7	2.3	108
2005	6.4	47.4	21.8	0.5	0.4	-0.1	20,071	4,521	17.2	3.9	117

## EK. D Afrika Ülkeleri

Tablo 32 - Kenya'ya Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırım	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırım	
1981	6.0	19.0	28.1	8.1	8.8	0.7	14	0	0.1	0.0	10
1982	1.8	18.1	23.0	9.8	12.2	2.2	13	0	0.1	0.0	9
1983	4.3	15.8	21.7	10.9	13.3	2.1	24	0	0.3	0.0	8
1984	0.9	19.5	22.3	12.0	11.8	-0.2	11	0	0.1	0.0	8
1985	23.4	20.9	17.5	13.6	11.3	-2.1	29	0	0.4	0.0	8
1986	7.1	18.2	19.6	13.9	11.3	-2.3	33	0	0.3	0.0	10
1987	5.9	15.3	19.6	15.1	10.3	-4.2	39	0	0.4	0.0	11
1988	6.2	15.5	20.1	17.0	10.3	-5.7	0	0	0.0	0.0	12
1989	4.7	13.2	19.3	19.3	12.0	-6.1	62	0	0.5	0.0	12
1990	4.2	13.9	20.7	22.8	13.7	-7.4	57	0	0.5	0.0	12
1991	1.4	12.8	19.0	27.3	13.5	-10.9	19	0	0.2	0.0	11
1992	-0.8	12.2	16.6	34.8	14.0	-15.4	6	0	0.1	0.0	11
1993	0.4	15.1	16.9	50.8	17.8	-21.9	2	0	0.0	0.0	8
1994	2.6	16.7	18.9	65.4	20.8	-27.0	4	0	0.0	0.0	9
1995	4.4	11.6	21.4	66.5	13.6	-31.8	32	6	0.3	0.0	12
1996	4.1	-16.8	16.0	72.4	17.6	-31.8	13	8	0.1	0.1	12
1997	3.0	-13.6	15.4	80.6	16.7	-35.4	20	34	0.2	0.3	13
1998	0.3	-13.8	15.7	86.0	18.4	-36.3	11	1	0.1	0.0	14
1999	-3.6	4.4	15.6	90.9	9.6	-42.6	14	-8	0.1	-0.1	13
2000	7.1	5.6	16.7	100.0	8.1	-45.9	111	-4	0.9	0.0	12
2001	3.8	3.5	18.2	105.7	6.6	-48.2	5	5	0.0	0.0	13
2002	0.6	1.9	17.5	107.8	5.5	-49.2	28	5	0.2	0.0	13
2003	3.0	4.3	15.8	118.4	4.1	-52.3	82	1	0.5	0.0	15
2004	4.9	6.3	16.1	132.2	2.4	-55.9	46	5	0.3	0.0	16
2005	5.8	6.2	18.6	145.8	5.1	-57.2	21	15	0.1	0.1	19

Tablo 33 - Nijerya'ya Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırım	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırım	
1981	5.3	17.1	26.2	20.6	5.7	-12.3	542	0	0.9	0.0	61
1982	-8.4	14.3	20.9	7.7	7.6	-0.1	431	0	0.8	0.0	52
1983	-0.3	12.6	15.6	23.2	7.4	-12.8	364	0	1.0	0.0	36
1984	-5.4	11.2	10.3	39.6	8.3	-22.5	189	0	0.5	0.0	35
1985	-5.1	12.9	8.3	5.5	9.1	3.4	486	0	1.4	0.0	35
1986	9.4	6.8	10.0	5.4	9.2	3.6	193	0	0.8	0.0	23
1987	3.1	10.6	9.8	10.2	13.1	2.6	611	-551	2.7	-2.4	23
1988	-0.5	7.0	8.5	34.5	13.0	-16.0	379	-69	1.5	-0.3	25
1989	9.9	25.9	8.2	50.5	14.7	-23.8	1,884	-220	7.2	-0.8	26
1990	7.4	27.4	11.8	7.4	19.8	11.5	588	-197	1.8	-0.6	32
1991	8.4	19.9	10.9	12.7	14.9	2.0	712	-61	2.4	-0.2	30
1992	4.8	11.1	10.7	44.8	18.0	-18.5	897	1,884	3.2	6.7	28
1993	2.9	9.0	11.5	57.2	23.2	-21.6	1,345	-18	6.4	-0.1	21
1994	2.6	7.3	9.3	57.0	13.1	-28.0	1,959	-27	8.5	-0.1	23
1995	1.2	5.4	5.8	72.9	13.5	-34.3	1,079	-82	3.1	-0.2	35
1996	2.2	3.6	6.1	29.3	13.1	-12.6	1,593	-173	3.5	-0.4	46
1997	3.9	3.7	7.0	8.5	7.2	-1.2	1,539	-76	4.4	-0.2	35
1998	3.2	-8.9	6.7	10.0	10.1	0.1	1,051	-59	3.2	-0.2	33
1999	2.3	25.9	5.3	6.6	12.8	5.8	1,005	-39	2.7	-0.1	37
2000	2.8	38.4	5.4	6.9	11.7	4.5	1,140	0	2.5	0.0	46
2001	3.7	9.7	7.7	18.0	15.3	-2.3	1,191	0	2.5	0.0	48
2002	4.2	12.9	8.9	13.7	16.7	2.6	1,874	0	4.1	0.0	46
2003	4.1	11.4	12.0	14.0	14.2	0.2	2,005	0	3.5	0.0	58
2004	3.8	13.2	16.2	15.0	13.7	-1.1	1,874	0	2.6	0.0	71
2005	6.9	13.0	16.0	17.9	10.5	-6.2	2,013	0	2.0	0.0	99



## EK. E Güney Amerika Ülkeleri

Tablo 34 - Venezüela'ya Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	
1981	-0.3	29.6	24.3	16.2	14.0	-1.9	184	201	0.2	0.3	78
1982	0.7	20.6	24.6	9.6	13.0	3.1	257	1,592	0.3	2.0	80
1983	-5.6	19.2	19.7	6.2	11.0	4.5	86	208	0.1	0.3	80
1984	-1.4	27.8	16.3	12.2	12.3	0.1	18	0	0.0	0.0	60
1985	1.4	22.8	18.4	11.3	10.5	-0.7	68	0	0.1	0.0	62
1986	6.3	19.8	20.4	11.6	8.9	-2.4	16	0	0.0	0.0	61
1987	4.5	23.2	21.8	28.2	8.9	-15.0	21	0	0.0	0.0	48
1988	6.2	21.0	22.8	29.4	8.9	-15.8	89	0	0.1	0.0	60
1989	-7.8	20.3	17.9	84.5	28.9	-30.1	213	-526	0.5	-1.2	45
1990	6.9	26.5	14.6	40.7	27.8	-9.2	451	17,928	0.9	37.4	48
1991	9.7	21.9	18.5	34.2	31.1	-2.3	1,916	334	3.6	0.6	53
1992	6.1	18.2	22.1	31.4	35.4	3.1	629	1,001	1.0	1.7	60
1993	0.3	15.5	20.6	38.1	53.7	11.3	372	542	0.6	0.9	60
1994	-2.3	19.6	18.2	60.8	39.0	-13.5	813	275	1.4	0.5	58
1995	4.0	21.0	16.9	59.9	24.7	-22.0	985	-787	1.3	-1.0	77
1996	-0.2	29.5	16.1	99.9	27.6	-36.2	2,183	780	3.1	1.1	71
1997	6.4	32.1	26.2	50.0	14.7	-23.5	6,202	911	7.2	1.1	86
1998	0.2	26.2	29.4	35.8	34.8	-0.7	4,985	306	5.5	0.3	91
1999	-6.1	28.8	24.1	23.6	21.3	-1.9	2,890	1,857	2.9	1.9	98
2000	3.2	34.6	21.3	16.2	16.3	0.1	4,701	-2,180	4.0	-1.9	117
2001	2.8	29.2	24.5	12.5	15.5	2.7	3,683	710	3.0	0.6	123
2002	-8.9	30.5	22.6	22.4	29.0	5.4	782	-956	0.8	-1.0	93
2003	-7.7	29.5	16.1	31.1	17.2	-10.6	2,659	-143	3.2	-0.2	83
2004	17.3	34.2	18.2	21.7	12.6	-7.5	1,518	-853	1.4	-0.8	110
2005	9.3	30.0	21.7	15.9	11.6	-3.7	2,957	3,378	2.2	2.6	132

Tablo 35 - Meksika'ya Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	
1981	8.5	25.0	26.3	27.9	28.1	0.2	3,078	996	1.2	0.4	264
1982	-0.6	27.7	23.0	58.9	41.1	-11.2	1,901	645	1.0	0.3	192
1983	-3.5	30.3	17.5	101.9	59.9	-20.8	2,192	-519	1.4	-0.3	156
1984	3.4	27.5	18.0	65.4	51.4	-8.5	1,542	-435	0.8	-0.2	184
1985	2.2	25.9	19.2	57.7	57.7	0.0	1,984	-595	1.0	-0.3	196
1986	-3.1	22.0	19.6	86.2	78.4	-4.2	2,036	-517	1.5	-0.4	135
1987	1.7	25.3	18.5	131.8	95.0	-15.9	1,184	-1,002	0.8	-0.7	148
1988	1.3	24.0	18.5	114.2	55.2	-27.5	2,011	1,001	1.1	0.5	183
1989	4.2	22.9	17.2	20.0	33.4	11.1	2,785	354	1.2	0.2	223
1990	5.1	22.0	17.9	26.7	30.4	2.9	2,549	3,369	1.0	1.3	263
1991	4.2	20.4	18.7	22.7	18.0	-3.9	4,742	12,741	1.5	4.1	314
1992	3.6	18.3	19.6	14.4	15.9	1.3	4,393	18,041	1.2	5.0	364
1993	2.0	17.1	18.6	9.5	16.7	6.6	4,389	28,919	1.1	7.2	403
1994	4.4	16.9	19.4	8.3	15.0	6.2	10,973	8,182	2.6	1.9	421
1995	-6.2	22.5	16.2	37.9	39.8	1.4	9,526	-9,715	3.3	-3.4	286
1996	5.2	25.2	17.9	30.7	26.4	-3.3	9,186	12,585	2.8	3.8	332
1997	6.8	25.8	19.5	17.7	16.4	-1.1	12,830	4,704	3.2	1.2	401
1998	5.0	22.2	20.9	15.4	15.5	0.0	12,413	1,027	2.9	0.2	421
1999	3.8	21.9	21.2	15.1	11.6	-3.0	13,696	12,005	2.8	2.5	481
2000	6.6	21.8	21.4	12.1	8.3	-3.4	17,773	-1,134	3.1	-0.2	581
2001	0.0	18.6	20.0	5.8	6.2	0.4	27,142	3,882	4.4	0.6	622
2002	0.8	18.8	19.3	7.0	3.8	-3.0	19,044	-632	2.9	-0.1	649
2003	1.4	18.9	18.9	8.5	3.1	-5.0	15,256	3,864	2.4	0.6	639
2004	4.2	20.0	19.6	7.4	2.7	-4.4	18,941	5,942	2.8	0.9	683
2005	2.8	20.2	19.3	5.4	3.5	-1.8	18,772	10,189	2.4	1.3	768

Tablo 36 - Arjantin'e Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	
1981	-5.4	-7.6	22.7	104.5	25.7	837	1,125	0.5	0.7	170	-5.4
1982	-3.2	-13.9	21.8	164.8	-14.6	227	299	0.3	0.4	84	-3.2
1983	4.1	-19.1	20.9	343.8	-14.1	185	649	0.2	0.6	104	4.1
1984	2.0	-15.7	20.0	626.7	-31.6	268	372	0.2	0.3	117	2.0
1985	-6.9	17.3	17.6	672.2	-5.5	919	-617	1.0	-0.7	88	-6.9
1986	7.1	19.5	17.5	90.1	2.4	574	-542	0.5	-0.5	106	7.1
1987	2.6	14.1	19.6	131.3	19.3	-19	-572	0.0	-0.5	109	2.6
1988	-1.9	19.2	18.6	343.0	6.5	1,147	-718	0.9	-0.6	127	-1.9
1989	-6.9	17.4	15.5	3,079.5	445.2	1,028	-1,098	1.3	-1.3	82	-6.9
1990	-1.8	18.3	14.0	2,314.0	-33.0	1,836	-1,105	1.3	-0.8	141	-1.8
1991	10.6	15.0	14.6	171.7	-40.5	2,439	8,227	1.3	4.3	190	10.6
1992	9.6	14.2	16.7	24.9	-6.5	4,431	3,249	1.9	1.4	229	9.6
1993	5.7	16.2	19.1	10.4	0.9	2,793	35,958	1.2	15.2	237	5.7
1994	5.8	15.6	19.9	4.2	3.7	3,635	10,947	1.4	4.3	257	5.8
1995	-2.8	16.5	17.9	3.4	8.2	5,609	5,196	2.2	2.0	258	-2.8
1996	5.5	17.1	18.1	0.2	7.1	6,949	11,975	2.6	4.4	272	5.5
1997	8.1	16.6	19.4	0.5	6.4	9,160	12,595	3.1	4.3	293	8.1
1998	3.9	16.1	19.9	0.9	6.6	7,291	10,693	2.4	3.6	299	3.9
1999	-3.4	13.6	18.0	-1.2	9.4	23,988	-4,780	8.4	-1.7	284	-3.4
2000	-0.8	14.4	16.2	-0.9	9.3	10,418	-1,331	3.7	-0.5	284	-0.8
2001	-4.4	14.2	14.2	-1.1	17.5	2,166	-9,715	0.8	-3.6	269	-4.4
2002	-10.9	19.2	12.0	25.9	10.6	2,149	-5,117	2.2	-5.2	98	-10.9
2003	8.8	19.6	15.1	13.4	-2.9	1,652	-7,663	1.3	-6.0	128	8.8
2004	9.0	20.6	19.1	4.4	-1.7	4,274	-9,339	2.8	-6.1	152	9.0
2005	9.2	23.7	21.5	9.6	-5.3	4,730	-1,922	2.6	-1.1	182	9.2

Tablo 37 - Brezilya'ya Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	
1981	-4.2	18.1	24.1	101.7	3.1	2,520	1	1.5	0.0	171	-4.2
1982	0.8	13.8	23.0	100.5	27.7	2,910	2	1.6	0.0	183	0.8
1983	-2.9	10.7	19.8	135.0	8.3	1,609	-278	1.1	-0.2	147	-2.9
1984	6.4	11.8	17.6	192.1	25.9	1,594	-268	1.1	-0.2	146	6.4
1985	7.5	19.3	20.2	226.0	21.3	1,441	-234	0.6	-0.1	232	7.5
1986	7.0	17.4	19.9	147.1	-15.2	345	-451	0.1	-0.2	269	7.0
1987	3.4	22.0	23.1	228.3	52.6	1,169	-428	0.4	-0.1	293	3.4
1988	-0.1	24.0	23.7	629.1	31.6	2,804	-498	0.9	-0.2	327	-0.1
1989	4.0	45.6	25.5	1,430.7	288.4	1,131	-391	0.3	-0.1	449	4.0
1990	0.4	17.3	18.2	2,947.7	211.5	989	579	0.2	0.1	465	0.4
1991	1.0	33.3	18.6	477.4	75.5	1,103	3,808	0.3	0.9	408	1.0
1992	-0.5	19.5	18.8	1,022.5	47.9	2,061	7,366	0.5	1.9	391	-0.5
1993	4.9	19.7	19.8	1,927.4	67.4	1,292	12,928	0.3	3.0	438	4.9
1994	5.9	20.8	21.1	2,075.8	142.5	3,072	47,784	0.6	8.8	546	5.9
1995	4.2	19.0	20.9	66.0	-8.3	4,859	10,171	0.7	1.4	704	4.2
1996	2.7	17.4	19.6	16.0	9.0	11,200	21,089	1.4	2.7	775	2.7
1997	3.3	17.1	20.3	6.9	16.3	19,650	10,393	2.4	1.3	808	3.3
1998	0.1	16.6	20.2	3.2	24.0	31,913	19,013	4.0	2.4	788	0.1
1999	0.8	15.1	19.6	4.9	20.1	28,576	3,542	5.3	0.7	537	0.8
2000	4.4	17.1	19.9	7.1	9.4	32,779	8,651	5.4	1.4	602	4.4
2001	1.3	16.4	20.2	6.8	10.4	22,457	872	4.4	0.2	510	1.3
2002	1.9	18.0	19.1	8.4	9.9	16,590	-4,797	3.6	-1.0	461	1.9
2003	0.5	19.8	18.4	14.8	6.2	10,144	5,129	2.0	1.0	506	0.5
2004	4.9	22.7	20.3	6.6	8.3	18,166	-3,996	3.0	-0.7	604	4.9
2005	2.3	21.8	20.6	6.9	10.0	15,193	6,655	1.9	0.8	796	2.3

Tablo 38 - Şili'ye Ait Veriler

Yıllar	Büyüme Hızı	Tasarruf/ GSMH	Yatırım/ GSMH	Enflasyon	Nominal Faiz	Reel Faiz	Sermaye Hareketleri (Milyon USD)		Sermaye Hareketleri (GSMH'ya oranı %)		GSMH (Milyar USD)
							Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	Doğrudan Yatırım	Portföy Yatırımı	
1981	6.3	7.9	19.5	19.7	17.7	383	0	1.2	0.0	33	6.3
1982	-15.5	-1.3	16.4	9.9	35.3	401	0	1.7	0.0	24	-15.5
1983	-3.6	2.3	13.3	27.3	0.6	135	0	0.7	0.0	20	-3.6
1984	5.7	2.6	13.7	19.9	6.4	78	0	0.4	0.0	19	5.7
1985	3.4	7.0	19.3	30.7	1.1	144	0	0.9	0.0	16	3.4
1986	5.3	11.0	19.2	19.5	-0.4	316	-78	1.8	-0.4	18	5.3
1987	6.2	16.6	21.2	19.9	4.5	891	-8	4.2	0.0	21	6.2
1988	6.8	21.5	22.1	14.7	0.4	968	-8	3.9	0.0	25	6.8
1989	9.6	22.6	25.4	17.0	9.2	1,284	83	4.6	0.3	28	9.6
1990	3.7	22.6	17.9	26.0	11.4	661	361	2.1	1.1	32	3.7
1991	8.0	17.4	18.7	21.8	0.5	822	189	2.3	0.5	36	8.0
1992	12.3	15.8	19.6	15.4	2.5	935	458	2.1	1.0	44	12.3
1993	7.0	14.6	18.6	12.7	4.9	1,034	820	2.2	1.7	48	7.0
1994	5.7	13.7	19.4	11.4	3.3	2,583	1,259	4.7	2.3	55	5.7
1995	10.6	16.1	16.2	8.2	5.1	2,957	48	4.2	0.1	71	10.6
1996	7.4	22.4	17.9	7.4	5.7	4,815	1,269	6.3	1.7	76	7.4
1997	7.4	22.4	19.5	6.1	5.6	5,271	2,614	6.4	3.1	83	7.4
1998	3.2	21.3	20.9	5.1	9.3	4,628	842	5.9	1.1	79	3.2
1999	-1.1	20.1	21.2	3.3	5.1	8,761	2,578	12.0	3.5	73	-1.1
2000	5.4	19.9	21.4	3.8	5.2	4,860	-127	6.5	-0.2	75	5.4
2001	3.4	20.0	20.0	3.6	2.5	4,200	1,525	6.1	2.2	69	3.4
2002	2.2	19.8	19.3	2.5	1.3	2,550	999	3.8	1.5	67	2.2
2003	3.9	19.9	18.9	2.8	-0.1	4,307	2,054	5.8	2.8	74	3.9
2004	6.2	21.8	19.6	1.1	0.8	7,173	1,122	7.6	1.2	95	6.2
2005	6.3	22.1	19.3	3.1	0.8	6,667	1,470	5.8	1.3	115	6.3

**Kaynak:** Central de Chile, Statistical Database, Base de datos economics IF

## **Öz Geçmiş**

### **KİŞİSEL BİLGİLER**

**Adı Soyadı : Ayşe Keskiner Musullugil**

**Doğum Yeri : İzmir**

**Doğum Yılı : 24.11.1966**

**Medeni Hali : Evli**

### **EĞİTİM VE AKADEMİK BİLGİLER**

**Lise 1981-1983 : Karşıyaka Gazi Lisesi**

**Lisans 1983-1987 : Dokuz Eylül Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü**

**Yabancı Dil : İngilizce, Hollandaca**

### **MESLEKİ BİLGİLER**

**1987-1991 : Yapı ve Kredi Bankası'nda Mali Analist**

**1991- 2000 : Finansbank'ta Mali Analist ve Kurumsal Pazarlamacı**

**2001-2004 : Muğla Üniversitesi İ.İ.B.F. İktisat Bölümünde Araştırma Görevlisi**

## Kaynakça

- AKYÜZ, Yılmaz, Korkut Boratav, “The Making of The Turkish Financial Crises”,  
**United Nations Conference On Trade And Development**, Discussion Paper, No:158, April 2002
- ALTAY, Oğuzhan N., “Türk Ekonomisindeki İstikrarsızlığın Bankacılık Sektörüne Etkileri”, **Ekonomik Yaklaşım**, Sayı:48, Cilt 14, Yaz 2003
- ANCOCHEA, D.S., “Anglo-Saxon Structuralism vs. Latin American Structuralism in Development Economics”,  
<http://americas.sas.ac.uk>, 12.1.2006
- ARESTIS, Philip, Panicos Demetriades, Bassam Fattouh, Kostas Mouratidis, “The Impact of Financial Liberalisation Policies On Financial Development: Evidence From Developing Economies”, **International Journal of Finance & Economics**, Volume 7, January 2002
- ARMIJO, Leslie Elliot, Phillippe Faucher, “We Have A Consensus:Explaining Political Support or Market Reforms in Latin Amerika”, **Latin American Politics and Society**, 44:2, Summer 2002
- AŞIKOĞLU, Yaman, **Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization**, İstanbul:Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No:24, 1995
- BALDEMİR, Ercan, Keskiner Ayşe, “Devalüasyon, Para, Reel Gelir Değişkenlerinin Dış Ticaret Üzerine Etkisinin Panel Veri Yöntemiyle Türkiye İçin İncelenmesi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:6, Sayı:4, 2004
- BECSI, Zsolt, Ping Wang, “Financial Development and Growth”, **Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review**, Fourth Quarter, 1997

- BERGLOF, Erik, Patrick Bolton , “The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition”, **William Davidson Working Paper**, No:414, 2001
- BINHAMMER, H.H., **Money, Banking and the Canadian Financial System**, 5 th Ed., Ontario: Nelson Canada, 1988
- BORATAV, Korkut, **Yeni Dünya Düzeni Nereye**, Ankara:İmge Kitabevi, 2000
- BORATAV, Korkut, Erinc Yeldan, “Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)- Stability, and Patterns of Distribution”,  
[www.bilkent.edu.tr/~yeldane/B&YCEPA2002.PDF](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/B&YCEPA2002.PDF),  
Version: December, 2001
- BURKİ, Shahid Javed, Guillermo E.Perry, **The Long March: A Reform Agenda For Latin America And The Caribbean in The Next Decade**, Washington D.C.: World Bank, 1997
- CARTENS, Augustin, “Banking Crises in Latin America and The Political Economy of Financial Sector Policy”, **IMF Working Paper**, 2004
- COLLIER, Paul, “The Assesment: Financial Liberalisation, Fanancial System and Economic Growth”, **Oxford Review of Economic Policy**, 1989, Vol.5, No.4
- COPELMAN, Martina, “Financial Structure and Economic Activity in Mexico”, **Center of Analysis and Economic Research ITAM**, 2000
- ÇOLAK, Ömer Faruk, “Maliye Politikası”, **İktisadın İlkeleri** (Editör:Ömer Faruk Çolak), Ankara: Alkim Yayınevi, 1996
- ÇOLAK, Ömer Faruk, **Kriz ve IMF Politikaları**, İstanbul:Alkim Yayınevi, 2002
- DEMİR, Osman, “2000 Yılı Sonu Yaşanan Finansal Krizler ve Uygulanan İstikrar Programı Üzerine Düşünceler”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, No:184, Yıl:16, Temmuz 2001



- DENİZER, Cevdet, Raj M.Desai, Nikolay Gueorguiev, “The Political Economy of Financial Repression in Transition Economies”, World Bank Working Paper Series, 1988
- DENİZER, Cevdet A., Mustafa N. Gültekin, Nihat Bülent Gültekin, “Distorted Incentives and Financial Development in Turkey”, **Dünya Bankası’nın Şubat 10-11, 2000 tarihinde “Financial Structure and Economic Development” konulu konferansında sunulmuştur**, 2000
- DERİCİ, Özlem, “Arjantin’de Bankacılık Reformu”, [www.borsanet.net/makale](http://www.borsanet.net/makale), 19.10.2005
- DIULIO, Eugene A., **Schaum’s Outline of Theory and Problems of Money and Banking**, New York: McGraw-Hill Book Company, 1987
- DORNBUSCH, Rudriger, “Financial Factors in Economic Development”, **NBER Working Paper Series**, No:2889, 1989
- DORNBUSH, Rudiger W., “Küresel İktisadi Kriz ve Türkiye”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi Tarafından Yapılan Söyleşi**, Sayı No: 154, Ocak 1999
- DPT, Plan, Program ve Proje İlişkisi, <http://www.dpt.gov.tr/dptweb> 18.11.2003
- ERBAŞ, Sinan, “Arjantin Krizinin Kronolojik İncelenmesi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:17, Sayı:191, 2002
- ERÇEL, Gazi, “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması”, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 9 Aralık 1999
- ERZAN, Refik, “2000’li Yıllarda Türkiye’nin Göreceli Rekabet Gücü”, (2000’li Yıllarda Türkiye Ekonomisi ve Ekonomi Öğretimi Konulu Birinci Ulusal İktisat Öğretimi Kongresi Kitapçığı), **Türkiye Ekonomi Kurumu**, 9-

- 10 Ekim 1993, Ankara
- ESCHENBACH, Felix, “Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature”, **Tinbergen Institute Discussion Paper**, TI 2004 – 039/ 2
- ESEN, Oğuz, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Bakış”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, No:145, Yıl:13, Nisan 1998
- ESEN, Oğuz, “Rusya Krizi: Geçmişe Bakış”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, No:150, Sayı 13, Eylül 1998
- ESER, Kadir, Nuran Halise Belet, “Yeni Bir Uluslararası Ekonomik Düzene Doğru Asya Krizinden Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Çıkarılabilecek Dersler”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, İnceleme-Araştırma Sayısı, Ağustos 2000
- FELDSTEIN, Martin, “Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management”, **NBER Working Paper Series**, No:8837, 2002
- FOHLIN, Caroline, “Banking Systems and Economic Growth: Lessons from Britain and Germany in the Pre-World War I Era”, **Federal Reserve Bank of St.Louis Review**, 1998, Vol.80, No:3
- FRY, Maxwell J., **Money, Interest and Banking in Economic Development**, Baltimore and London: The John Hopkins University Press, 1989
- FRY, Maxwell J., “In Favour of Financial Liberalisation”, **Controversies in Macroeconomics Growth, Trade and Policy** (Edited by Huw David Dixon), Oxford: Blackwell Publishers Ltd, 2000
- GALLEGO, Francisco, Norman Loayza, “Financial Structure in Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects”, **Centrak Bank of Chile**, 2000

- GELOS, Gaston R., Alejandro M. Werner, "Financial Liberalization, Credit Constraints and Collateral: Investment in the Mexican Manufacturing Sector", **IMF Working Paper Series**, No: 25, 1999
- GEMECH, Firdu, John Struthers, "The McKinnon-Shaw Hypothesis: Thirty Years on, A Review of Recent Developments in Financial Liberalization Theory", **Paisley Business School Working Paper**, No: 2004/02, 2004
- GREENE, William H., **Econometric Analysis**, Third Edition, New Jersey: Prentice Hall, 1997
- GRUBEN, William C., McComb Robert, "Liberalization, Privatization And Crash: Mexico's Banking System in the 1990s", **Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review**, First Quarter 1997
- GÜLOĞLU, Bülent, A.Ender Altunoğlu, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler:Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No:27, 2002
- GÜNÇAVDI, Öner, Suat Küçükçiftçi, "Türkiye'de Finansal Liberalleşme Sürecinin Başarımı ve Mâli Kesim Üzerine Bir Değerlendirme", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Cilt:29, Sayı: 1-2, 2002
- HABER, Stephen, "Why Institutions Matter: Banking and Economic Growth in Mexico", **www.nd.edu**, 26.02.2004
- HACIHASANOĞLU, Burçin, "Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi", **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi , 2005
- HAINSWORTH, Richard, "No Echo of 1998 in Current Banking Crises", **The Moscow Times**, [www.themoscowtimes.com/stories/2004/06/23/006.html](http://www.themoscowtimes.com/stories/2004/06/23/006.html), 30.10.2005

- HANSON, James A., “Banking in Developing Countries in the 1990’s”, **World Bank Policy Research Working Paper**, No:3168, 2003
- HERNANDEZ, Leonardo, Klaus Schmidt – Hebbel, “Banking, Financial Integration, and International Crises: An Overview”, **Central Bank of Chile Working Papers**, No:100, 2001
- HERRERO, Alicia Garcia, “Banking Crises in Latin America in the 1990s: Lessons from Argentina, Paraguay and Venezuela”, **IMF Working Paper**, WP/97/140, 1997
- HUANG, Haizhou, Dalia Marin, Chenggang Xu, “Financial Crisis, Economic Recovery and Banking Development in Russia, Ukraine and Other FSU Countries”, **IMF Working Paper**, No:105, 2004
- IMF, **World Economic Outlook Database**, September 2006
- JOMO, K.S., “Globalization, Liberalization and Equitable Development: Lessons From East Asia”, **United Nations Research Institute for Social Development**, No:3, July 2003
- JONES, Charles I., **İktisadi Büyümeye Giriş**, (Çev: Sanlı Ateş, İsmail Tuncer), İstanbul: Literatür Yayıncılık, Yayın no: 56, 2001
- KAMINSKY, Graciela L., Sergio L. Schumukler, “Short-Run Pain, Long –Run Gain: The Effects of Financial Liberalization”, **NBER Working Paper Series**, w 9787, 2003
- KAZGAN, Gülден, **Tanzimat’tan 21.Yüzyıla Türkiye Ekonomisi**, G.2.b., İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2004
- KEPENEK, Yakup, Nurhan Yenitürk, **Türkiye Ekonomisi**, Geliştirilmiş 6.basım, İstanbul:Remzi Kitabevi, Eylül, 1994
- KEYDER, Nur, **Para Teori Politika Uygulama**, Geliştirilmiş 7.b., İstanbul:Beta Dağıtım, 2000
- LEVINE, Ross, “International Financial Liberalization and Economic

- Growth”, **Review of International Economics**, Volume 9, Issue 4, Nov.2001
- MANKIW, Gregory, “The Allocation of Credit and Financial Collapse”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol.101, No.3, 1986
- MANKIW, Gregory, **Macroeconomics**, 3rd Edition, New York: Worth Publishers, 1992
- McKINNON, Ronald, **The Order Of Economic Liberalization: Financial Control in The Transition to A Market Economy**, The John Hopkins University Press: Baltimore, 1991
- McKINNON, Ronald, “Financial Control in The Transition From Classical Socialism to A Market Economy”, **The Journal of Economic Perspectives**, Vol.5, No:4, 1991
- MORLEY, Samuel A., Roberto Machado, Stefano Pettinato, “Indexes of Structural Reform in Latin America”, **ECLAC Serie Reformas Economicas 12**, 1999
- OECD, OECD Factbook 2007, [www.oecd.org](http://www.oecd.org), 03.01.2004
- OECD, “OECD Economic Surveys:Russian Federation,2000”, [www.oecd.org](http://www.oecd.org), 10.06.2005
- OECD, “Economic Survey of the Russian Federation, 2002”, **OECD Policy Brief**, 2002
- OECD, “Economic Survey of Mexico,2002”, **OECD Policy Brief**, 2002
- OECD, “Russian Federation 2004, Banking Reform”, **OECD Economic Survey**, [www.oecd.org/document](http://www.oecd.org/document), 08.06.2005
- OECD, **OECD Economic Surveys: Russian Federation**, Paris, I.Chapter, 2004
- ÖKER, Ayşegül, “Latin Amerika’da Bankaların Kredibilite Değeri ve Bankacılık Krizinin Çözümünde Merkez Bankalarının Rolü”, **İktisat Dergisi**, Sayı:387, Şubat-Mart 1999
- ONGUN, M.Tuba, “Türkiye’de Cari Açıklar ve Ekonomik Krizler”, **Kriz**

- ve **IMF Politikaları** (Editör: Ömer Faruk Çolak),  
İstanbul:Alkim Yayınevi, 2002
- ÖCAL, Tezer, Ömer Faruk Çolak, **Finansal Sistem ve Bankalar**, Ankara:Nobel  
Yayın Dağıtım, 1999
- PARASIZ, İlker, “Enflasyon ve İstikrar Tedbirleri”, **İktisadın İlkeleri**  
(Editör:Ömer Faruk Çolak), Ankara: Alkim Yayınevi,  
1996
- PARASIZ, İlker, **Modern Büyüme Teorileri:Dinamik Makro  
Ekonomiye Giriş**, Bursa:Ezgi Kitabevi Yayınları,  
1997
- ROBERTS, Paul Craig, Karen LaFollette Araujo, **The Capitalist Revolution in  
Latin Amerika**, New York: Oxford University Press,  
1997
- RUDIGER, Ahrend, William Tompson, “Fifteen Years of Economic Reform in  
Russia: What Has Been Achieved, What Remains To  
Be Done?”, **OECD Economics Department Working  
Papers**, No:430, 2005
- SAĞLAM, Dündar, “Meksika, Asya ve Rusya Ekonomik Krizlerinin  
Mukayeseli Bir Analizi”, **İktisat, İşletme ve Finans  
Dergisi**, Kasım 1998
- SANCAK, Cemile, “Financial Liberalization and Real Investment:  
Evidence from Turkish Firms”, **IMF Working Paper**,  
No:WP/02/100, 2002
- SARAÇOĞLU, Rüştü, “Türkiye’de Finansal Liberalizasyon”, **İktisat İşletme  
ve Finans Dergisi**, No:132, Yıl:12, Mart 1997
- SHERİF, Khaled, Michael Borish, Alexandra Gross, “State-Owned Banks in the  
Transition: Origins, Evolution, and Policy Responses”,  
**The World Bank**, Washington, DC., 2002
- SKORSKI, Trevor M., **Financial Liberalization in Developing Countries**,  
Cheltenham/Vermont: Edward Elgar Publishing  
Company, 1996
- SÖNMEZ, Mustafa, **Türkiye Ekonomisinde Bunalım II: 1980**

- Sonbaharından 1982'ye**, İstanbul: Belge Yayınları, 1982
- STANLEY, F., "The Russian Economy at the Start of 1998", **www.imf.org**, 10.12.2003
- STIGLITZ, Joseph, Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", **American Economic Review**, 71(3), 1981
- TBB, **Bankacılar Dergisi** (Çeşitli Yıllar)
- TCMB, "Türkiye'de Enflasyon ve Büyüme İlişkisi: Genel Bir Değerlendirme, Aralık 1999", **www.tcmb.gov.tr**, 27.02.2007
- TCMB, "1999 Yılı Raporu", **www.tcmb.gov.tr**, 11.02.2007
- TCMB, "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", 2001, **www.tcmb.gov.tr**, 30.01.2006
- TCMB, **The Impact of Globalization on The Turkish Economy**, Ankara: TCMB yayını, June 2002
- THE WORLD BANK, "Argentina Financial Sector Review", **Document of The World Bank**, Report No: 17864-AR, September 1998
- THE WORLD BANK, "Russian Economic Report: October 2001", **World Bank Moscow Office Economics Unit**, No:1, 2001
- THE WORLD BANK, "Russian Economic Report: March 2005", **World Bank Moscow Office Economic Unit**, No:10, 2005
- TOMPSON, William, "Banking Reform in Russia: Problems and Prospects", **OECD Economics Department Working Papers**, No: 410, ECO/WKP (2004) 33, 2004
- TORNELL, Aaron, Frank Westermann, Lorenza Martinez, "Liberalization, Growth and Financial Crises", **Brookings Panel on Economic Activity September 5**, 2003
- Türkiye İktisat Kongresi Büyüme Stratejileri Çalışma Grubu, "Büyüme Stratejileri", **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni:2003/5, Aralık 2003

- ÜÇKAYA, A.Burça Kızılırmak, “Finansal Sistem ve Ekonomik Kalkınma: Doğu Asya Ülkeleri Deneyimi”, **İktisat, İşletme ve Finans**, Mayıs 1999
- YAFFE, Robert, “A Primer For Panel Veri Analysis”, **NewYork University Information Technology Services**, Fall 2003 Edition, September 2003
- YAMAN, Aslı, “Latin Amerika’da Uygulanan İstikrar Politikaları: Şili ve Meksika Örnekleri”, **www.borsa.net/makale**, 25.10.2005
- YELDAN, Erinç, Korkut Boratav, “Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability and Patterns of Distribution”, **www.ceterisparibus.net**, 24.11.2003
- YILDIRIM, Erhan, “Büyüme ve İktisadi Gelişme”, **İktisadın İlkeleri** (Ed.Ömer Faruk Çolak), Ankara:Alkım Kitapçılık Yayıncılık, 1996
- YILDIRIM, Kemal, Doğan Karaman, **Makroekonomi**, Geliştirilmiş 2.b., Eskişehir:Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı, 2001
- YILMAZ, Özlem Göktaş, “Türkiye Ekonomisinde Büyüme ile İşsizlik Oranları Arasındaki Nedensellik İlişkisi”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı:2, Kasım 2005
- YILMAZ, Rasim, “Bankacılık Krizleri, Makroekonomik İstikrar ve Ahlaki Tehlike”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Mart 2001
- YÜLEK, Murat A., **Financial Policy in a Repressed Economy: Turkey 1950 – 1979**, Ankara:Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:123, 1998
- \_\_\_\_\_, “United Nations Conference on Trade and Development: Trade and Development 1997”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi Raporu**, Eylül 1997